

CALIFICACIÓN DE RIESGO INICIAL AL SEXTO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL

LA FABRIL S.A.



A MARZO DE 2015

SEXTO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DE LA FABRIL S.A.	
Fecha de Comité:	26 de Marzo de 2015
Monto de la emisión:	Hasta por US\$15,000,000.00
Plazo de la emisión:	Hasta 359 días
Plazo del programa:	Hasta 720 días
Cupo de emisión:	Revolvente
Amortización de capital:	Al vencimiento
Tasa de interés	Cupón Cero
Garantías y Resguardos:	Garantía General, Resguardos de Ley
Destino de la emisión:	80% para sustitución de pasivos y 20% capital de trabajo
Calificación Asignada:	“AAA”
Analista:	Viviana Quiñonez M. v.quinonez@scrla.fin.ec

CALIFICACIÓN ASIGNADA

VI Papel Comercial “AAA”

El Comité de Calificación de nuestra institución, en la sesión del 26 de Marzo de 2015, basado en los análisis efectuados por el departamento técnico, a partir de la información financiera histórica auditada proporcionada por La Fabril S.A. cortada hasta Diciembre del 2013, corte interno a Diciembre de 2014 (no auditado) y de enero de 2015 (no auditado), detalle de activos libres de gravamen, entre otra información cualitativa y cuantitativa, ha resuelto asignar la calificación de riesgo inicial del Sexto Programa de Emisión de Papel Comercial de la compañía LA FABRIL S.A. la categoría de riesgo de “AAA” respectivamente, definida como:

AAA¹

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

PRESENCIA BURSÁTIL

El Emisor mantiene vigente en Mercado de Valores lo siguiente: a) Cuarto programa de emisión de papel comercial, por un monto de US\$10,000,000.00, aprobado el 5 de Julio de 2013, mediante resolución SC-IMV-DJMV-DAYR-G-13-0003865 el cual empezó a colocarse en el mismo mes de Julio y con plazo del programa de 720 días contados a partir de la expedición de la aprobación, es decir hasta el 25 de Junio de 2015; b) Quinto programa de emisión de papel comercial, por un monto de US\$25,000,000.00 aprobado el 27 de Marzo de 2014, mediante resolución SC-INMV-DNAR-14-1872 y con un plazo del programa de 720 días; c) Cuarta Emisión de Obligaciones por un monto de US\$15,000,00 a un plazo máximo de 6 años y teniendo como destino de fondos la sustitución de pasivos, con un saldo a la fecha de US\$12.73 millones y fecha de vencimiento Noviembre de 2019; d) Segundo Proceso de Titularización de Flujos Futuros con un saldo de US\$8.9 millones y fecha de vencimiento Septiembre de 2016.

¹Conforme al Artículo 14 y 16, Sección II, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II, la calificación otorgada por la Calificadora a la presente Emisión de Obligaciones no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Conforme al Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Subtítulo I, Título II El informe de calificación se realizó en base a información proporcionada por el Emisor y obtenida de los Estados Financieros Auditados.

INSTRUMENTO	CALIFICACIÓN INICIAL	ACTUALIZACIÓN OCTUBRE 2013	ACTUALIZACIÓN MAYO 2014	ACTUALIZACIÓN NOV. 2014
IV EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL	AAA-	AAA-	AAA	AAA

INSTRUMENTO	CALIFICACIÓN INICIAL	ACTUALIZACIÓN SEPTIEMBRE 2013	ACTUALIZACIÓN ABRIL 2014	ACTUALIZACIÓN OCTUBRE 2014
II Titularización Flujos Futuros	AAA	AAA	AAA	AAA

FUNDAMENTACIÓN

La abrupta caída del precio del petróleo en los mercados internacionales, delinea para el año 2015 un escenario de condiciones muy diferentes a las experimentadas en el último quinquenio. Ecuador en su calidad de país exportador de crudo, enfrenta presiones de orden fiscal obligando a las autoridades a revisar el presupuesto de inversión y gasto inicialmente planteado. Al mismo tiempo, el fortalecimiento del dólar en los mercados cambiarios incide sobre los resultados de la Balanza Comercial toda vez que las exportaciones locales se vuelven menos competitivas frente a la oferta de países en posibilidad de devaluar su moneda, debiéndose por ello buscar medidas que desestimulen las importaciones de bienes que compiten con la producción interna.

El escenario señalado abre grandes oportunidades para la industria manufacturera local que cuente con la infraestructura suficiente para suplir la demanda constituida por la disminución en los volúmenes de productos importados. En la industria fabricante de aceites y grasas, al igual que en la de productos de higiene y cuidado personal, una de las empresas participantes que se encuentra mejor preparada para aprovechar las condiciones presentes del entorno es la firma emisora LA FABRIL S.A.

Fundada en el año 1968 en la provincia de Manabí, la empresa en base a factores como una moderna infraestructura y un talento humano altamente capacitado, mantiene un crecimiento sostenido en sus ingresos los mismos que habiendo sumado en el año 2009 un monto de US\$327.0 millones, se han incrementado en los últimos años a una tasa anual promedio de 6.6% hasta alcanzar en el 2014 un total de US\$449.5 millones. En el último ejercicio, 75.2% de sus ventas fue aportado por la línea de aceites y grasas, en tanto que la línea de higiene y cuidado personal contribuyó con 23.9%.

El costo ponderado del portafolio de productos vendidos promedia 77.84% del total de ingresos, del último año, de acuerdo a la situación actual del negocio, en tanto que los gastos operativos se encuentran en 15.34%, luego de lo cual la utilidad en operaciones llega a ser de 8.14 centavos por cada dólar vendido. Por lo indicado, la empresa presenta un flujo depurado al 31 de enero de 2015 de US\$42.3 millones, ello por la rentabilidad de los activos que se ubicó en un 14.7% y el monto de activos promedio que fue de US\$287.2 millones.

La estructura de capital de la Empresa a Enero de 2015 estaría compuesta por US\$127.2 millones de obligaciones financieras (incluido el sexto programa de emisión de papel comercial) y US\$107.8 millones de inversión accionarial, señalando una relación de 1.18 veces (Diciembre 2014: 1.11 veces) entre ambas fuentes de fondos. Los pasivos con costo financiarían el 38.1% del monto total de activos totales de los cuales el 72.5% son de largo plazo. La Fabril S.A. dispone de activos líquidos que por su estructura de financiamiento cubren a la fecha los vencimientos corrientes de los pasivos afectos al pago de intereses.

A partir del análisis conjunto de los factores de riesgo cuantitativos y cualitativos señalados, el Departamento Técnico de la firma propone como Calificación Preliminar del presente proceso, la Categoría de Riesgo "AAA-".

El sexto programa de emisión de Papel Comercial, presenta garantía general, en los términos

señalados en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus Reglamentos, así como con los resguardos señalados en las regulaciones vigentes.

Las condiciones presentes del entorno abren grandes oportunidades para La Fabril S.A. dado el posicionamiento que tiene en los mercados que compite. El nivel de ingresos que alcanza le permite generar, gracias a una eficiente gestión administrativa, un nivel de efectivo libre suficiente para cubrir con amplia holgura los egresos debidos por las obligaciones que componen su estructura de capital, incluido entre éstas a los títulos de corto plazo por colocar.

El Comité de Calificación, luego de analizar los factores de riesgo tanto cuantitativos como cualitativos considerados en la Calificación Preliminar, al igual que las características propias del instrumento en cuanto hace relación a los mecanismos de garantía y resguardo que incluye, se pronuncia en base a las potestades que le otorga los artículos 5 y 6 del Título II, Subtítulo IV, Capítulo III, Sección III, de la Codificación de Resoluciones de la Ley de Mercado de Valores, (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero), *por asignar a la Sexta Emisión del Programa de Papel Comercial de LA FABRIL S.A. en la categoría de riesgo de "AAA"*.

1. Características de la Emisión de Papel Comercial

La Junta General de Accionistas de La Fabril S.A. en su sesión del 9 de Febrero de 2015, resolvió aprobar el Sexto Programa de emisión de Papel Comercial, por un monto de US\$15,000,000.00 con un plazo del programa de 720 días, contados a partir de la fecha valor en que las obligaciones sean negociadas en forma primaria. Los Papeles Comerciales de la Clase F serán emitidos en forma desmaterializada a partir de US\$1,000.00, el plazo de las emisiones será de hasta 359 días. La VI emisión de papel comercial será cero cupón y el pago de la totalidad del capital del papel comercial será al vencimiento del plazo.

El papel comercial será emitido en forma desmaterializada y será colocado en forma bursátil, a través de las bolsas de valores de Quito y/o Guayaquil y no contempla procedimientos de rescates anticipados.

El destino de los fondos de la VI emisión de papel comercial serán destinados 80% para reestructuración de pasivos y 20% capital de trabajo, específicamente compra de materia prima e Inventarios.

Los valores que se emitan contarán con la garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y también contará y cumplirá los resguardos establecidos en el Art. 3, Sección I., Capítulo IV, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

El agente colocador es la SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV y el representante de los obligacionistas es el Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. El agente pagador será el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A., quien realizará el pago por compensación en la cuenta que indique el inversionista.

2. Calificación de la Información

Para la calificación de riesgo inicial al Sexto Programa de Papel Comercial, La Fabril S.A., ha proporcionado entre otros requerimientos de información de la Calificadora, lo siguiente: Estados Financieros auditados desde el 2005 al 2009, preparados bajo Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC); Estados Financieros auditados desde el 2010 al 2013, e internos a Diciembre de 2014 y Enero de 2015 (no auditados) preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF); Detalle de activos libres de Gravámenes; etc.

Cabe resaltar que la calificación otorgada está basada en la información proporcionada por el Emisor para el efecto, la cual debe cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, siendo el Emisor responsable de que la documentación entregada a la Calificadora sea idéntica a la presentada ante el organismo



de control. A su vez, el Emisor se hace responsable de entregar a la Calificadora la documentación legal debidamente aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros que acredite la autorización dada por ésta, sin perjuicio de que cualquier diferencia entre la información evaluada por la Calificadora y la presentada al ente de control pueda ser -una vez comunicada a la Calificadora- conocida y analizada por ésta en un nuevo Comité de Calificación.

Los estados financieros fueron auditados por la firma Deloitte & Touche Ecuador Cía. Ltda., con número de registro SC-RNAE 019. Ninguno de los dictámenes presentaba abstención de opinión o salvedad. En consecuencia, se verificó que la institución presenta información válida, suficiente y representativa para los últimos tres ejercicios anuales, sin que se encuentren situaciones que impidan la aplicación normal de los procedimientos de calificación. La evaluación de los elementos cualitativos del riesgo de la industria se ha realizado en base al análisis de información provista directamente por la Institución y a la extraída de otras fuentes externas.

El Emisor ha suscrito, entre otros, los siguientes fideicomisos:

- 1) **Fideicomiso La Favorita;** el 22 de agosto de 2002 la Compañía adquirió la totalidad de los derechos fiduciarios que corresponden al patrimonio autónomo del Fideicomiso Mercantil de Garantía "La Favorita" por US\$13.8 millones, el cual registra el terreno y planta industrial de aceites ubicada en Guayaquil con el propósito de garantizar obligaciones. El 5 de marzo de 2007, considerando que La Fabril S.A. es la única beneficiaria del fideicomiso, la Constituyente solicitó registrar una reforma al contrato de fideicomiso mercantil; el 26 de abril de 2007, el fideicomiso transfirió en calidad de Constituyente, al fideicomiso "La Favorita dos" terrenos y edificios por US\$3.3 millones y maquinarias y equipos por US\$3.8 millones, ubicada en la Planta Sur de la ciudad de Guayaquil. Al 31 de diciembre de 2014 mantenía un Patrimonio Neto de US\$673 mil.
- 2) **Fideicomiso de Garantía La Favorita;** el 26 de abril de 2007, la Compañía constituyó el Fideicomiso, el cual registra el terreno y planta industrial de aceites ubicada en Guayaquil con el propósito de garantía. En este fideicomiso se registra la participación de La Fabril S.A. en calidad de Cedente de Derechos Fiduciarios y Deudora; adicionalmente es beneficiario acreedor la Corporación Andina de Fomento - CAF (100% participación). Los bienes aportados al fideicomiso al 31 de diciembre de 2014 representan US\$10.6 millones, los cuales incluyen Aportes por Terreno y Edificio por un monto de US\$3.3 millones, Aportes de Mobiliario y Equipo por US\$4.6 millones, y Aporte de Lemas y Marcas Comerciales por US\$2.7 millones.
- 3) **Fideicomiso La Fabril,** constituido el 10 de marzo del 2003 y reformado el 9 de octubre de 2012, tiene como finalidad de que el patrimonio autónomo sirva como garantía y segunda fuente de pago que La Fabril S.A. mantenga con Banco Towerbank International Inc. y con la compañía BEH Holdings LLC con Towerbank International Inc., sociedades constituidas bajo las leyes de la República de Panamá; para este fin se estipula que la compañía transfiera Producto Terminado y Materia Prima por un avalúo comercial total actual de los bienes aportados fideicomitados incluidos por US\$20,076,900 pactando las partes que la distribución porcentual de los mencionados bienes debe ser por lo menos de 60% en producto terminado y 40% en materia prima con un margen de permisión del 5%; mediante la fiduciaria del Pacífico S.A. Al 31 de enero de 2015, la Compañía mantenía en custodia de este fideicomiso inventarios de productos terminados por US\$26.5 millones y materia prima por US\$2.4 millones los cuales garantizan línea de crédito aprobada por Towerbank International Inc. por US\$10 millones, la misma que no ha sido utilizada por La Fabril S.A.
- 4) **Fideicomiso Manageneración - Acciones;** Representa Fideicomiso Mercantil de Administración y Garantía constituido mediante escritura pública el 22 de septiembre de 2004, el cual registra la participación de La Fabril S.A. como constituyente, la Corporación Reguladora del Manejo Hídrico de Manabí, como beneficiario y Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles como Fiduciaria. Este contrato se suscribió para dar cumplimiento al contrato de Administración Accionaria, suscrito el 29 de mayo de 2003, en el



cual se estableció la obligación de la Constituyente para celebrar un contrato de fideicomiso al cual transferiría la totalidad de las acciones suscritas y pagadas en el capital social de Managérenación S.A. y tiene como objeto principal la tenencia y administración de 1,099,500 acciones de valor nominal de US\$1 por acción. El 13 de abril de 2005, la fiduciaria transfirió el usufructo de las acciones al Fideicomiso Mercantil de garantía y flujo denominado Managérenación - Usufructo, con el propósito de constituir una fuente de pago y un mecanismo de garantía de las obligaciones adquiridas por Managérenación S.A. para financiar los proyectos hidroeléctricos denominados Poza Honda y La Esperanza. En septiembre y noviembre de 2009, el Presidente de la República, mediante decretos ejecutivos No. 69 y 146 ordenó la requisición de todos los bienes muebles e inmuebles de la compañía Managérenación S.A.; en diciembre de 2009 La Fabril S. A. y Managérenación S.A. presentaron una demanda contra la Corporación Reguladora del Manejo Hídrico de Manabí por el incumplimiento de los contratos del proyecto Managérenación S.A. por una cuantía de US\$34.8 millones, por lo cual el 11 de marzo de 2014, el Tribunal Arbitral de la Cámara de Comercio de Manta emitió sentencia a favor de La Fabril S.A. y Managérenación S.A. y la demandada interpuso acción de nulidad de tal fallo.

- 5) **Fideicomiso Mercantil de Segunda Titularización de Flujos Futuros;** el 8 de agosto del 2011, La Fabril S.A. constituyó el Fideicomiso mencionado, cuyo objeto es desarrollar un proceso de titularización de flujos futuros sobre las ventas que realice a los clientes y distribuidores del segmento de "Distribuidor Exclusivo", "Distribuidor Favorita" y "Subdistribuidores" de las líneas de aceites y grasas vegetales por un valor de US\$21.2 millones, los cuales fueron colocados en su totalidad. Para el año 2013 el Originador había recaudado de los clientes seleccionados del segmento "Distribuidor Exclusivo de Consumo" un monto de US\$33.25 millones, de los cuales US\$22.02 ingresaron al fideicomiso, mientras que la calificadora había proyectado ingresos por US\$16.82 manteniendo el crecimiento del 1% respecto al periodo anterior. Bajo el escenario sensibilizado elaborado inicialmente por la Calificadora, se evaluaron cuatro de los mecanismos de garantía con los que cuenta el instrumento y su respectivo nivel de cobertura con respecto a la desviación trimestral estimada por la Calificadora, obteniéndose los siguientes resultados: i) El exceso de flujo de fondos cubriría en 19.47 veces el monto del próximo dividendo a pagar, siendo importante indicar que este dividendo corresponde sólo al pago de intereses de la Serie D. La calificadora inicialmente estimó una cobertura promedio por trimestre de 3.75 veces el índice de desviación; ii) El fondo de clientes adicionales conformado con los flujos futuros de las recaudaciones de las ventas del resto de clientes del segmento "Distribuidor Exclusivo de Consumo" (considerando las proyecciones conservadoras estimadas por la Calificadora) provee una cobertura estimada promedio por trimestre de 3.03 veces el índice de desviación; iii) El fondo de garantía conformado con los flujos futuros de las recaudaciones del 100% de las ventas de los segmentos "Distribuidor Favorita" y "Subdistribuidores" (considerando las proyecciones conservadoras estimadas por la Calificadora) provee una cobertura estimada promedio por trimestre de 2.09 veces el índice de desviación; y iv) el Fondo de Reserva provee una cobertura mínima de 0.25 veces el índice de desviación, máxima de 0.96 veces y de 0.79 veces en promedio. En conjunto los mecanismos de garantía proveen una cobertura sobre el índice de desviación que sobrepasa ampliamente el valor establecido en la normativa vigente.
- 6) **Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos;** El 20 de agosto de 2013, La Fabril S.A. constituyó el fideicomiso mencionado, cuyo objeto es constituir un patrimonio autónomo, con personería jurídica, que administre los recursos y flujos que la compañía transfiere en este acto y los que aportare en el futuro al Fideicomiso y realizar las provisiones necesarias para ser entregadas al Agente Pagador "Banco de Guayaquil S.A." a fin de que cumpla con su labor de pago de las obligaciones colocadas a favor de los Obligacionistas y, de existir, restituir el remanente a La Fabril, de tal manera que sirva como fuente de pago de las obligaciones emitidas por la Constituyente.

Una vez que se verificó que la información cumple con los parámetros de validez, suficiencia y representatividad acorde a la metodología interna de la Calificadora; y que La Fabril S.A. tiene capacidad para cumplir sus gastos financieros vigentes, se procedió con la aplicación normal de los

procedimientos de calificación.

3. Análisis de la Solvencia Histórica del Emisor (Capacidad de Pago Histórica)

El cálculo de la cobertura histórica de los gastos financieros de la VI emisión de papel comercial se basó en información contenida en los estados financieros auditados comprendidos entre el periodo 2005 al 2013. Así mismo, se utilizaron los estados financieros internos con corte al 31 de Diciembre de 2014 (no auditados) y Enero de 2015, con sus respectivos pasivos afectos al pago de intereses.

La cobertura de gastos financieros se obtiene de confrontar el flujo de efectivo depurado, generado por los activos productivos de la empresa con los gastos derivados de los pasivos afectos al pago de intereses.

Los activos contables han sido ajustados para eliminar aquellos que no han contribuido a la generación de flujo de efectivo. Los pasivos financieros que mantiene la empresa al momento de la calificación de riesgo fueron incluidos en el análisis con una tasa igual a la tasa promedio de las tasas vigentes de dichos créditos. El resultado obtenido reflejó que históricamente los gastos financieros han sido cubiertos por el flujo depurado de los ejercicios anteriores de manera suficiente. (ANEXO 1)

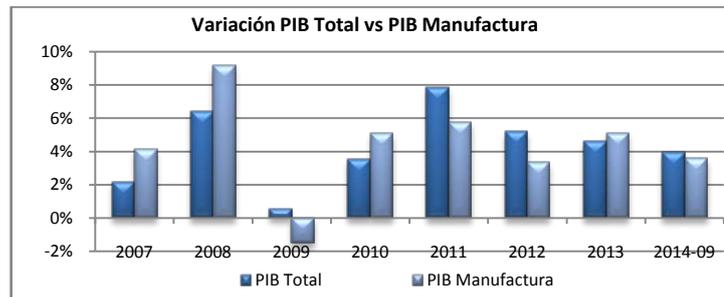
	En miles de Dólares (US\$)			
	2011	2012	2013	2014
Activos Promedio	227,463	228,782	253,193	272,139
Flujo Depurado Ejer.	24,002	19,512	33,680	44,052
% Rentabilidad Act. Prom. Ejercicio	10.55%	8.53%	13.30%	16.19%
Monto de Deuda				127,230
Gastos Financieros				5,810
Flujo Depurado Ajustado				42,349
Cobertura Histórica de Gastos Financieros:				7.29 veces
Pasivos Exigibles / EBITDA:				2.99 años

4. Evaluación de los Riesgos de la Industria

Considerando el origen del flujo de fondos de La Fabril S.A., el análisis del riesgo industrial presentado a continuación se ha sustentado primordialmente en las actividades económicas de manufactura, comercio, el sector alimenticio en Ecuador, particularmente la cadena de oleaginosas y el sector palmicultor, complementado con el estudio del sector industrial químico y de artículos para el hogar y cuidado personal, en los que participa el Emisor.

Industria Manufacturera

De acuerdo a las cifras preparadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), uno de los segmentos que mantiene una importancia significativa dentro de la estructura económica del país es el de "Manufactura" (sin incluir refinación de petróleo), con una contribución al Producto Interno Bruto (PIB) de 11.9% en el ejercicio 2013, y mostrando un comportamiento variable acorde al movimiento de la economía total que resultó en un crecimiento anual promedio de 4.5% desde el año 2007, al tiempo que la economía en su conjunto registraba un crecimiento anual promedio de 4.3% en igual lapso. En el año 2010 el PIB del sector tuvo una variación real de 5.1% y en el año 2011 aumentó a 5.8%, tendencia que se redujo en el ejercicio 2012 con un crecimiento real de 3.4% (versus 5.2% para el total de la economía), mientras en el año 2013 se registraba una expansión de 5.1% respecto a la producción del sector en el año previo (4.6% para el PIB total). Durante los tres primeros trimestres de 2014 el PIB del sector aumentó 3.6% respecto al mismo periodo del año anterior versus 3.9% para el total de la economía.

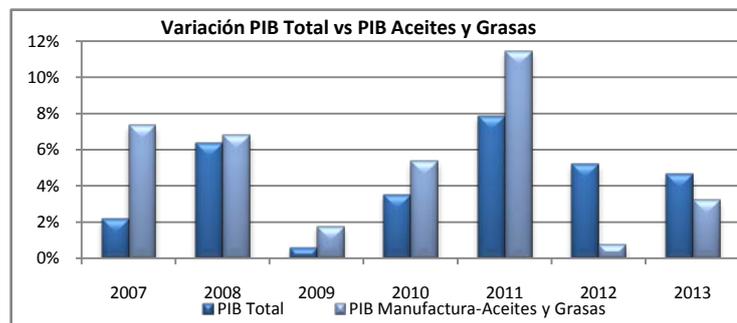


Fuente: Banco Central del Ecuador

Por otro lado, de acuerdo a las cifras publicadas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, el conjunto de sociedades categorizadas en la actividad económica principal de “Industrias Manufactureras” sumaron un total de 3,907 empresas en el año 2013 (2012: 3,860), registrando activos por US\$19,207 millones, un patrimonio de US\$7,988 millones e ingresos por US\$23,098 millones (2012: US\$17,848 millones, US\$7,619.8 millones y US\$22,997 millones, respectivamente).

Sector Manufactura de Aceites y Grasas

El rubro “Elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal” se encuentra comprendido dentro del grupo “Industria Manufacturera” (se excluye la refinación de petróleo), el cual, según cifras más recientes del BCE ha reportado una producción en los tres últimos años que significó una contribución de alrededor de 4% a la producción total de la industria manufacturera, con una tasa de crecimiento real anual que superó a la del total de la economía en el año 2011 pero que fue inferior al total durante los dos últimos años.



Fuente: Banco Central del Ecuador

Según cifras del Censo Económico 2010 llevado a cabo por el INEC, el total de ingresos anuales por ventas de la actividad “Elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal” superaban los US\$900 millones, correspondientes a un total de 51 empresas. Los principales actores de este sector están dados por industrias como La Fabril S.A., con ingresos de actividades ordinarias de US\$473 millones en el año 2013, incluyendo ingresos por rubros distintos a aceites (2012: US\$459.2 millones); Industrial Danec S.A. con US\$239.2 millones (2012: US\$262.4 millones); Industrias Ales C.A. con US\$218.9 millones (2012: US\$216.6 millones); Extractora y Procesadora de Aceites EPACEM S.A. con US\$61.2 millones (2012: US\$69.4 millones), entre las principales.

Adicionalmente, y considerando la importancia que tiene para esta actividad económica, el análisis del sector incluye la cadena de oleaginosas, que constituye un importante cluster en la economía nacional por su volumen económico, consumo y comercio, lo que le da un peso significativo en la conformación de la canasta familiar, haciendo que las decisiones sobre estas actividades sean de gran sensibilidad política. La cadena de oleaginosas incluye la extracción, refinación y procesamiento industrial de aceites y grasas vegetales (como son los aceites comestibles, mantecas, margarinas industriales y de mesa, jabones de lavar y de tocador, productos de limpieza, balanceados, biodiesel y otros). Las etapas principales de esta cadena incluyen la producción primaria de los insumos agrícolas, el procesamiento de éstos para obtención de subproductos y el



procesamiento industrial para la obtención del producto final de consumo.

Los elementos que actúan como eje aglutinante de sus distintos eslabones en esta cadena son aceite y grasa crudos extraídos en ambos casos de distintas fuentes primarias agropecuarias (como son grano o fréjol de soya, pepa o semilla de algodón, semilla de girasol, fruto y almendra de la palma), y que se constituyen en materia prima fundamental para los procesos industriales posteriores que terminan en la obtención de productos intermedios (aceites crudos en bruto, oleína, estearina, aceites refinados y sebos) y cuyo fin en la cadena lo constituyen fundamentalmente los aceites comestibles líquidos o sólidos que pueden ser puros o mezclados, las margarinas y las mantecas. Adicionalmente, de los procesos mencionados se puede generar también materia prima para la elaboración de biocombustibles.

Según información de participantes de la industria, el tamaño estimado del mercado en el país de varios de los productos de consumo final generados por esta industria alcanzó en el año 2012 cifras importantes según el siguiente detalle: aceites comestibles US\$265 millones, margarinas de consumo US\$62 millones, mantecas de consumo US\$50 millones, margarinas de panificación US\$22 millones y mantecas de panificación US\$28 millones.

Por otro lado, un producto adicional derivado de esta industria es el biodiesel, cuyo mercado local depende de las políticas públicas para su desarrollo. Mediante Decreto Ejecutivo 1303 de septiembre de 2012 se estableció que el diesel Premium, usado en el sector automotor y comercializado en las gasolineras del país, tenga una mezcla del 5% de biocombustible vegetal de producción nacional, que se incrementará de forma gradual hasta llegar al 10%. Se ha señalado a Guayaquil como la ciudad piloto para la implementación del plan, que luego se expandiría a la región Costa y a todo el país, se estima que esta fase piloto requeriría un abastecimiento de 80 mil TM anuales de aceite crudo de palma. El plan contempla que luego de 5 años cuando esté implementado en todo el país, cerca de 200 mil TM anuales de aceite crudo de palma se destinarían a biodiesel, para lo cual se planea fomentar nuevos cultivos de palma aceitera que permitan seguir exportando aceite crudo de palma, generando divisas y asegurando la provisión propia de biodiesel. En previsión de esto, el Decreto 1303 dispuso que los Ministerios de Agricultura y Ambiente expidan el mapa de zonificación agroecológica para el cultivo de palma aceitera, lo que se hizo en septiembre de 2013 y en el que se identificó una superficie total de 332,775 Ha agroecológicamente aptas para el cultivo. Entre las empresas que se encuentran bien posicionadas para participar de este mercado está La Fabril S.A., que cuenta con una capacidad para producir 12,000 TM de biocombustible por mes en dos plantas de producción (en Guayaquil y Montecristi), además de mantener un historial de exportación desde el año 2005 a destinos como EE.UU., Alemania y Perú (en 2012 exportó alrededor de 20 mil TM de biocombustible, siendo Petroperú su principal comprador).

Sector Palmicultor

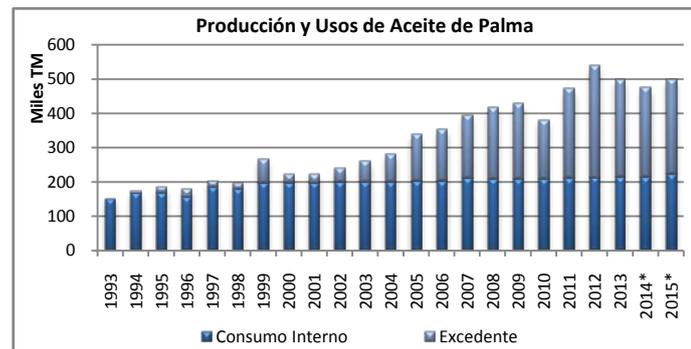
En conexión con la cadena de oleaginosas se encuentra el sector palmicultor como uno de los principales proveedores de materia prima. Esta actividad además impulsa el entorno económico de extensas zonas del Ecuador, no solo por el cultivo de esta oleaginosa perenne, sino por los negocios que surgen alrededor de la misma. Se calcula que en el sector se han efectuado inversiones por más de US\$1,100 millones, generando más de 77 mil empleos directos y 60 mil empleos indirectos, aproximadamente.

El sector se encuentra en constante desarrollo, estando conformado por más de 7 mil palmicultores, de los cuales el 87% cuentan con superficies de menos de 50 hectáreas, y cuya producción es absorbida por 42 plantas extractoras de aceite rojo y 5 extractoras de aceite de palmiste. Como ente aglutinador de los productores de palma se encuentra la Asociación Nacional de Cultivadores de Palma Aceitera (ANCUPA), que actúa como motor de organización, capacitación, transferencia tecnológica, investigación y promoción, y cuenta además con un brazo comercializador (FEDAPAL). Adicionalmente, se encuentra la Asociación Ecuatoriana de Extractores de Palma y sus Derivados (AEXPALMA) que agrupa a empresas extractoras de aceite de palma del Ecuador con participación minoritaria en la industria refinadora de aceites.

Según información del MAGAP sobre las principales cadenas agropecuarias, la superficie cultivada



de palma aceitera en el país llegaba a 287 mil Ha en 2013, mostrando un significativo nivel de concentración en la provincia de Esmeraldas (que comprendía cerca de la mitad del área sembrada total), a la que se suman cultivos localizados en Santo Domingo de los Tsáchilas, Los Ríos, Pichincha y Sucumbíos, entre los principales, con un rendimiento promedio para el país de 11.35 TM/Ha. En el año 2013, la producción de aceite crudo de palma alcanzó 496 mil TM, de las que 43% se destinaron al consumo interno y la diferencia fue excedente exportable. La producción de aceite de palma mostró entre 2003 y 2012 un incremento anual promedio de 8.9%, destacando el ritmo de crecimiento anual promedio de 26% para el excedente exportable en igual lapso, mientras el consumo interno apenas crecía 0.7% en promedio. Sin embargo, a partir del año 2013 se evidencia una tendencia decreciente -afectada por la aparición de una enfermedad en plantaciones- que ha redundado en una producción estimada de 476 mil TM para el 2014 que ha incidido en un menor volumen disponible para exportar.



Fuente: Fedapal/ *Estimado

Respecto a los precios de comercialización, cabe indicar que el precio internacional del aceite de palma reflejó variaciones importantes durante los últimos años, con una tendencia creciente en el 2007 hasta alcanzar en marzo de 2008 un pico de US\$1,249 por tonelada (valores CIF para puertos en Europa Noroccidental) que luego se redujo a US\$488 en noviembre de 2008, retomando posteriormente el comportamiento creciente hasta febrero de 2011 cuando llegó a US\$1,292 a partir de lo cual se evidenció una disminución paulatina, cerrando el año 2011 en US\$1,027, en US\$776 al término del ejercicio 2012, con una leve recuperación a US\$860 al final de mayo de 2014, pero bajando nuevamente a US\$700 en marzo de 2015.

Por otro lado, una coyuntura a considerar en el sector palmicultores la presencia de la enfermedad conocida como pudrición del cogollo (PC) que, según reportan medios de prensa, ha significado la pérdida de alrededor de US\$150 millones en inversiones correspondientes a cerca de 30 mil Ha afectadas. En respuesta a ello, en octubre de 2014 el MAGAP emitió la Resolución de Emergencia No. 450-2014 en la que declaró la emergencia de las zonas afectadas por dicha enfermedad dentro de las provincias de Esmeraldas, Sucumbíos y Francisco de Orellana, disponiéndose los procedimientos para la adquisición o arrendamiento de bienes, ejecución de obras y prestación de servicios, incluidos los de consultoría, que permitan superar la emergencia. Adicionalmente, se encuentra en observación el desempeño del sector agrícola en el país a mediano plazo, a partir del rumbo que tome la aparición de fenómenos climatológicos de gran escala como "El Niño".

Sector Industrial Químico

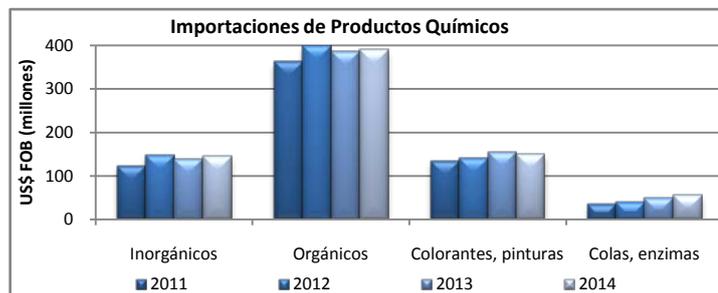
El rubro "Fabricación de sustancias y productos químicos" está comprendido dentro del grupo "Industria Manufacturera" (se excluye la refinación de petróleo), y según cifras del BCE ha reportado una producción en los tres últimos años que significó alrededor de 10% respecto a la producción total de la industria manufacturera, y un crecimiento real anual de 4.3% durante el ejercicio 2013.

El mercado de producción, importación, y venta al por mayor de sustancias químicas básicas de uso industrial está mayoritariamente integrado por empresas con una importante antigüedad y presencia en la industria, entre los principales actores se encuentran: Brenntag Ecuador S.A. (ex-



Holanda Ecuador y con ingresos de actividades ordinarias por US\$88.7 millones en 2013), Quimpac Ecuador S.A. (ex Proquimsa, US\$49.8 millones) e Interoc S.A. (US\$79 millones, incluyendo otras líneas), donde los dos primeros presentan una posición de liderazgo, captando aproximadamente un tercio del mercado nacional. Otros actores relevantes aunque de menor tamaño son: Interamericana de Productos Químicos del Ecuador S.A. Interquimec (US\$34.3 millones), Solvesa Ecuador S.A. (US\$27 millones), Disan Ecuador S.A. (US\$23.6 millones), Resiquim S.A. (US\$25.4 millones) y Quimipac S.A. (US\$16.7 millones).

A su vez, las importaciones en valor FOB de los principales productos químicos de utilización industrial (entre los que se incluyen productos químicos inorgánicos de la partida arancelaria 28, así como productos químicos orgánicos de la partida arancelaria 29, colorantes, pinturas y otros de la partida arancelaria 32 y colas, enzimas y otros de la partida arancelaria 35) se detallan a continuación.



Fuente: Banco Central del Ecuador

Dentro de los segmentos de productos químicos que la industria nacional demanda, se encuentran dos categorías importantes: a) aquellos destinados al tratamiento de aguas y elaboración de productos clorados y, b) productos químicos en general, los cuales son atendidos por el mercado nacional de compañías productoras y comercializadoras de productos químicos. La rivalidad en la comercialización de productos químicos (incluyendo aquellos para la elaboración de productos de limpieza) es muy alta ya que existen muchas empresas dedicadas a la importación y distribución de insumos y químicos varios. Dentro de esta categoría se compite por precios, lo cual presiona los márgenes de ganancia. En la categoría de tratamiento de agua y productos clorados, la intensidad de la competencia es media ya que existen pocos participantes en dicho segmento.

Al igual que otras industrias ecuatorianas, el sector químico mantiene un alto grado de dependencia de las importaciones de materias primas y productos terminados. El poder de negociación de los proveedores es medio-alto, gran parte de las materias primas para la fabricación de productos químicos son commodities importados donde son pocos los proveedores y existe una alta exposición a la volatilidad del precio de los mismos. Adicionalmente, existe un número limitado de proveedores que dan crédito a sus clientes.

Respecto al riesgo de sustitución, no existen sustitutos perfectos para los productos químicos industriales; adicionalmente esta industria sirve a una serie de sectores, donde el uso de los productos son variados. Cabe destacar que en la industria química se trata con ciertas sustancias que se encuentran bajo el control del organismo estatal Consejo Nacional de Control de Sustancias Estupefacientes y Psicotrópicas (CONSEP), cuyo ámbito de regulación incluye los grupos de los ácidos fuertes y débiles, bases fuertes, solventes, sales y oxidantes. Para cumplir con las regulaciones, las compañías deben mantener un registro minucioso de los clientes que adquieren las sustancias bajo control y tener la documentación en regla que permita al CONSEP realizar un cruce de la información.

Como barreras de entrada presentes en la industria se tienen a las necesidades de capital, ya que se requiere una alta inversión en maquinarias e infraestructura y una constante renovación de las mismas; y las restricciones regulatorias, dado que la importación de productos químicos está regulada por el CONSEP, que establece las cuotas de importación por productos para cada uno de



los participantes y realiza una serie de controles a las compañías que se encuentran bajo su supervisión. A su vez, se identifica como principal barrera de salida a la utilización de activos especializados, ya que se requieren de altas inversiones anuales en Propiedades y Equipos para la gestión de estas sustancias. Como factores importantes del mercado, se consideran a los siguientes:

Comportamiento de la Demanda.- El mercado objetivo de esta industria incluye muchas de empresas que pertenecen a sectores con demandas-precio bastante inelásticas y crecimientos vegetativos (poblacionales) de su producción, como son los sectores de empresas potabilizadoras de agua, embotelladoras, aceiteras, generadoras de energía eléctrica, ingenios azucareros y algunas industrias alimenticias. Otros sectores, tales como los fabricantes de productos de limpieza, alcoholeras, papeleras e industrias alimenticias, elaboran productos de consumo masivo, cuya demanda está menos expuesta a fluctuaciones negativas de la capacidad adquisitiva de los usuarios finales. Finalmente, la demanda de los sectores de empresas de servicios petroleros y compañías mineras, dependerá de la inversión y condiciones que cree el Estado para promover dichas actividades, determinantes para la estabilidad económica y el crecimiento del país. En general, pese a la incertidumbre generada por los escenarios macroeconómicos, se prevé que la demanda de insumos químicos industriales para el mediano plazo, podrá mantener los niveles históricos alcanzados en los últimos 6 años.

Precios Internacionales de los Insumos Químicos.- Debido a la dependencia de la industria de productos importados, cuyos precios son fijados por el mercado internacional, cuando existen variaciones en este mercado, las empresas trasladan los incrementos de precio al cliente en una práctica que es común en el sector, en virtud de la política de precios establecida en mercados internacionales. Por otro lado, la demanda no es muy sensible a variaciones de precio debido a la naturaleza de los productos. Los usuarios industriales comúnmente absorben el incremento de los precios por el carácter imprescindible de estos insumos en sus producciones. En otras palabras, la demanda de los productos de la industria en general tiene un comportamiento razonablemente inelástico en relación al precio. Ello también hace que potenciales modificaciones en los aranceles (que busquen limitar las importaciones en general a fin de evitar desequilibrios de balanza comercial) afectan de forma marginal a la demanda de la industria.

Tendencias de Precios Relativos.- Una fracción importante de los productos químicos importados de la industria son derivados de petróleo. Ello hace que las fluctuaciones del precio internacional del petróleo afecten directamente el precio de mercado de estos productos con las consecuentes variaciones dada la volatilidad experimentada por el precio del crudo a nivel internacional en los últimos años. Sin embargo, a pesar de estas variaciones de precio, la inelasticidad de la demanda de los productos ha permitido que sus ventas en volúmenes se mantengan estables.

Regulaciones y Controles Gubernamentales.- Algunos de los productos que comercializa la industria son sustancias que se encuentran bajo el control y supervisión del Consejo Nacional de Control de Sustancias Estupefacientes y Psicotrópicas (CONSEP). Los controles ejercidos por dicha institución obligan a las empresas del sector a mantener un registro minucioso de los clientes que adquieren las sustancias bajo supervisión, aunque dado el nivel de los controles actuales, no es previsible un incremento en el tamaño y complejidad de los mismos en el futuro.

Mayor Competencia.- El aumento en la intensidad de la competencia del mercado por parte de los competidores actuales o de otros que ingresen, se considera como poco probable. El mercado de insumos químicos industriales es un mercado maduro, con una demanda muy estable, una oferta que cubre las necesidades del mercado, estructuras de precio rígidas, sin mayores márgenes para la especulación y entrada de nuevos competidores.

Finalmente, entre las oportunidades de la industria química se encuentra el sostenido crecimiento experimentado por el sector industrial del país, junto con la tendencia -impulsada por políticas públicas- a ampliar el grado de industrialización del país, así como el aumento del gasto público en obras de infraestructura y servicios básicos.

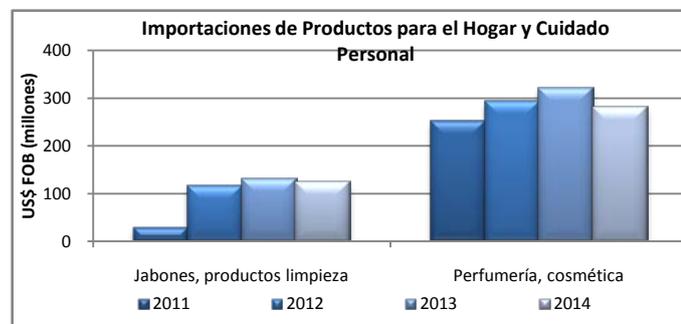
Subsegmento de Productos para el Hogar y Cuidado Personal

Dentro del sector Industrial Químico se encuentra la elaboración de productos para el cuidado del hogar y cuidado personal, subsegmento que se ha visto afectado a partir del modelo de restricción de importaciones y su sustitución por producción local que el Gobierno ha aplicado con la exigencia de certificados de conformidad INEN para la importación de artículos de consumo, entre éstos las líneas de cosmética y cuidado personal.

La seguridad y la calidad son de vital importancia en la fabricación de productos para el cuidado personal (tanto de cosmética como cuidados para el cabello y artículos de tocador), más aún cuando éstos suelen ser medidos por pruebas científicas que garanticen el bienestar del usuario. Similares parámetros se exigen para el cuidado del hogar (productos de limpieza, desinfectantes y detergentes), en donde el usuario busca calidad y resultados en la aplicación de los productos. En ambos segmentos el consumidor final busca productos de calidad que cumplan con los resultados publicitados.

En la línea de productos para el Cuidado del Hogar, los principales competidores están dados por empresas multinacionales o empresas con fuerte posicionamiento en el país, tales como Colgate Palmolive, Unilever, La Fabril, Jabonería Wilson, Industrias Ales, Johnson Wax, Virginia, Wax, Calbaq, Disma, entre otros. El liderazgo de las multinacionales se repite en la línea de productos para el Cuidado Personal, seguido de las empresas nacionales, donde los actores con mayor posicionamiento incluyen Colgate Palmolive, Unilever, La Fabril, Jabonería Wilson, Johnson Wax, entre otros.

La oferta de productos tiene un alto componente importado, incluyéndose dentro de éstos la partida arancelaria 34 (jabones, preparaciones para lavar, preparaciones lubricantes, productos de limpieza, entre otros), y la partida arancelaria 33 (aceites esenciales y resinoides; preparaciones de perfumería, de tocador o de cosmética), cuyas importaciones en valor FOB muestran que su tendencia creciente se revirtió en el año 2014, según se evidencia a continuación.



Fuente: Banco Central del Ecuador

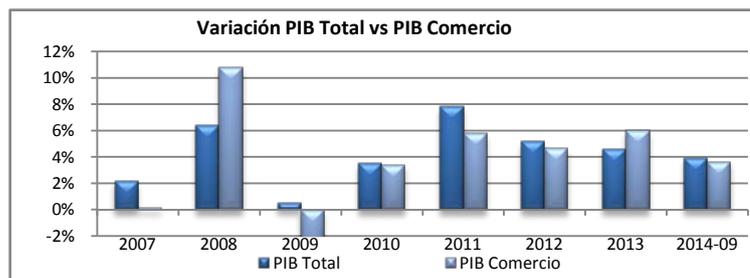
Cabe indicar que dentro del grupo de partidas incluidas en la Resolución 116 del COMEX para las cuales se requiere el Certificado de Reconocimiento INEN como requisito de importación, se encuentran al menos 29 partidas incluidas en los grupos 3401,3402, 3405, 3303, 3304, 3305, 3306 y 3307 (productos de higiene personal como jabones, desodorantes, enjuague bucal, cuidados del cabello como champú y tratamientos, cosméticos como bases para maquillaje, que en conjunto registraron importaciones por US\$403 millones FOB durante el 2013), para las cuales se espera -en consecuencia- una disminución de los montos importados.

El resultado de los factores anteriormente señalados evidencia que el sector de manufactura y comercialización de productos de cuidado para el hogar y cuidado personal mantiene una demanda atada al crecimiento poblacional y que a pesar de algunas limitaciones resultaría creciente en algunas de sus líneas.

Sector Comercial

De acuerdo a las cifras preparadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), uno de los segmentos

que mantiene una importancia vital dentro de la estructura económica del país es el de “Comercio”, que contribuyó con 9.9% del Producto Interno Bruto (PIB) del país en el ejercicio 2013, y que ha presentado un comportamiento variable acorde al movimiento de la economía en general que resultó en un crecimiento promedio de 3.8% desde el año 2007, al tiempo que la economía en su conjunto registraba un crecimiento promedio de 4.3% en igual lapso. En el año 2010 el PIB del sector tuvo una variación real de 3.4%, que aumentó en el año 2011 a 5.8%, a partir de lo cual se observó un menor ritmo que le llevó a cerrar el ejercicio 2012 con una variación real de 4.7% (versus 5.2% para el total de la economía) pero repuntó a 6.0% en el 2013 (4.6% para el PIB total). En el período de enero a septiembre de 2014 se observaron incrementos de 3.7% para el PIB del sector y de 3.9% para el PIB total respecto al valor de igual período en el ejercicio anterior.

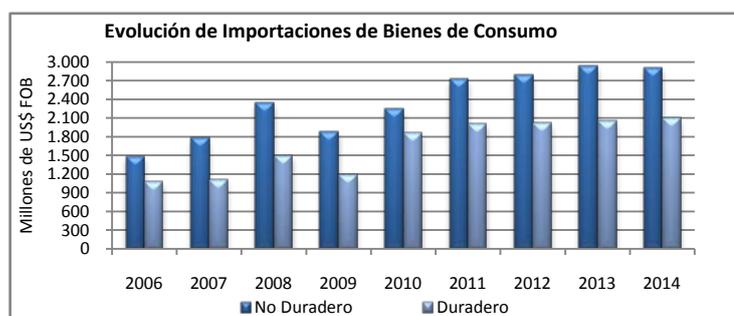


Fuente: Banco Central del Ecuador

Por otro lado, de acuerdo a las cifras publicadas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, en el año 2013 se registró un total de 12,445 compañías categorizadas en la actividad económica principal de “Comercio” (12,126 en 2012). El conjunto de sociedades del sector comercial presentaban activos en 2013 por un total de US\$23,963 millones (2012: US\$20,978 millones), pasivos por US\$15,688 millones (2012: US\$13,842 millones), patrimonio de US\$8,275 millones (2012: US\$7,135 millones), e ingresos de actividades ordinarias por US\$44,222 millones (2012: US\$39,832 millones).

Otra herramienta para evaluar el desempeño del sector está dada por el Estudio Mensual de Opinión Empresarial del Banco Central del Ecuador que abarca 800 grandes empresas de cuatro ramas de actividad económica: Industria, Comercio, Construcción y Servicios a fin de determinar el llamado Índice de Confianza Empresarial (ICE). Al mes de diciembre de 2014, el ICE de la rama Comercial se situó en 1,361.6 puntos, que significó un crecimiento de 13% respecto al cierre del ejercicio anterior. El ciclo del ICE Comercio se encontraba a dicha fecha 0.6% por debajo de su tendencia de crecimiento de corto plazo.

Un factor importante a considerar dentro del sector comercial es que una significativa porción de sus ventas se originan en bienes importados, particularmente bienes de consumo, que durante el año 2014 alcanzaron un total de US\$5,232.3 millones (FOB) y que significaron un incremento de 0.04% respecto al valor del año anterior. La evolución mostrada por las importaciones de bienes de consumo duradero y no duradero en los últimos años se muestra a continuación, donde se aprecia la disminución que se dio en el año 2009 y la posterior recuperación de los montos importados, si bien a un ritmo acentuadamente menor en los tres últimos años respecto a los ejercicios anteriores.



Fuente: Banco Central del Ecuador

Por otro lado, y considerando la significativa proporción de artículos importados que están involucrados en la actividad económica "Comercio", es importante destacar el efecto sobre el sector de medidas de comercio exterior tomadas en los meses previos. En noviembre de 2013 el Comité de Comercio Exterior (COMEX) emitió la Resolución No. 116 en la cual se reforma la nómina de productos sujetos a controles previos a la importación y se establece que el "Certificado de Reconocimiento" será exigible como documento de soporte a la Declaración Aduanera para todas las mercancías embarcadas a partir de la vigencia de dicha Resolución y del correspondiente Reglamento Técnico Ecuatoriano (RTE-INEN). La antedicha nómina incluía 293 subpartidas, que luego fue modificada mediante la Resolución No. 003 de enero de 2014 para incluir 16 subpartidas adicionales y excluir una. De esta forma, reportes de prensa han reportado que a inicios de 2014 se ha evidenciado una afectación en el proceso de nacionalización de un número de productos importados, debido a las dificultades para obtener los certificados de conformidad emitidos por laboratorios o verificadoras debidamente validados por el organismo de acreditación nacional, y que constituye un requisito previo de importación y es documento habilitante para nacionalizar mercadería llegada a puerto con posterioridad a la medida.

Publicaciones de prensa² han recogido también lo señalado por el Ministro Coordinador de la Producción respecto a que uno de los efectos de la Resolución 116 del COMEX sería la reducción de más de US\$800 millones en compras al extranjero, sustituyéndolas con producción a nivel local, para lo cual se han empezado a realizar acuerdos con productores nacionales. En todo caso, mientras se alcanza un pleno cumplimiento de la obligación de contar con los certificados de conformidad para las importaciones afectadas o los volúmenes de producción local logren una cobertura completa de la demanda, se estima que la oferta de dichos productos puede verse resentida en el corto plazo, si bien la magnitud de este impacto dependerá de los niveles de existencias de cada producto y del tiempo que tome la normalización en la obtención de la nueva producción.

Sector Alimentos

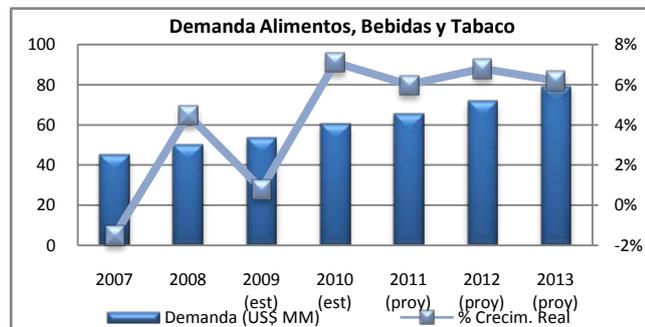
Acorde a la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de Hogares Urbanos y Rurales, ejecutada por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC) entre abril de 2011 y marzo de 2012, y que proporciona datos sobre el monto, distribución y estructura del ingreso y el gasto de los hogares ecuatorianos a partir de las características demográficas y socioeconómicas de sus miembros, el gasto corriente de consumo mensual alcanzaba un total de US\$2,393 millones, del cual que el rubro de mayor importancia continúa siendo el de "Alimentos y bebidas no alcohólicas", con un monto de US\$584 millones que representó 24.4% del total y significó un gasto promedio por hogar de US\$151 (que sube a US\$164 en los hogares de las áreas urbanas y baja a US\$124 en las áreas rurales). El gasto mensual de alimentos llegaba a US\$523.5 millones, mientras el gasto mensual en bebidas no alcohólicas era de US\$60.9 millones. A su vez la distribución del gasto mensual en alimentos fue la siguiente:



Fuente: INEC

²<http://www.eluniverso.com/noticias/2014/01/14/nota/2029971/importaciones-bajarian-mas-800-millones>
<http://www.eluniverso.com/noticias/2014/01/22/nota/2067256/gobierno-aplicara-16-reglamentos-mas-importacion-productos>

Se estima que la demanda total del mercado de alimentos, bebidas y tabaco alcanzaba un total de US\$79,254 millones en 2013, con una tasa de crecimiento real anual de 6.2%, y cuya evolución se muestra a continuación.



Fuente: Reporte del Departamento de Agricultura de EE.UU. (USDA)

http://gain.fas.usda.gov/Recent%20GAIN%20Publications/Exporter%20Guide_Quito_Ecuador_1-15-2014.pdf

Un estudio de mercado de consumo masivo realizado por IPSA Group y su departamento de Store Audit de los primeros meses de 2011 identificaba que el canal tradicional (supermercados, principalmente) continúa siendo el de mayor importancia para las ventas de la mayoría de dichos productos y dentro de este canal, las marcas deben enfrentar una fuerte competencia por la preferencia de compras. La costumbre del ciudadano ecuatoriano promedio es el consumo de alimentos tres veces al día (desayuno, almuerzo y merienda), existiendo predilecciones por ciertos alimentos que cambian según los gustos o nutrientes, costumbre o hábitos, y que sufren variaciones al pasar de generación a generación. Del estudio realizado por IPSA Group y el departamento de Estudios Ómnibus se encontró que 8 de cada 10 encuestados realizan 3 comidas al día, 20% come menos de 3 veces y solo el 1% más de 3 veces. En Guayaquil 9 de cada 10 realizan las 3 comidas al día mientras que en Quito esta relación baja a 6 de cada 10.

Tomando en conjunto los factores señalados relacionados con las actividades económicas donde se desenvuelve La Fabril S.A., se establece que la industria manufacturera y comercial de alimentos en Ecuador –y particularmente el sector de aceites y grasas-, complemento con el sector de productos químicos de cuidado personal y para el hogar de consumo masivo presenta al momento un **riesgo bajo**.

5. Asignación de la Categoría Básica de Riesgo

En función de una Cobertura Histórica de Gastos Financieros de 7.29, Riesgo Industrial **Bajo** y presentando características de un competidor dominante dentro de su industria se asigna a la Emisión del Sexto Programa de Papel Comercial de LA FABRIL S.A. la **Categoría Básica de Riesgo de "AAA"**.

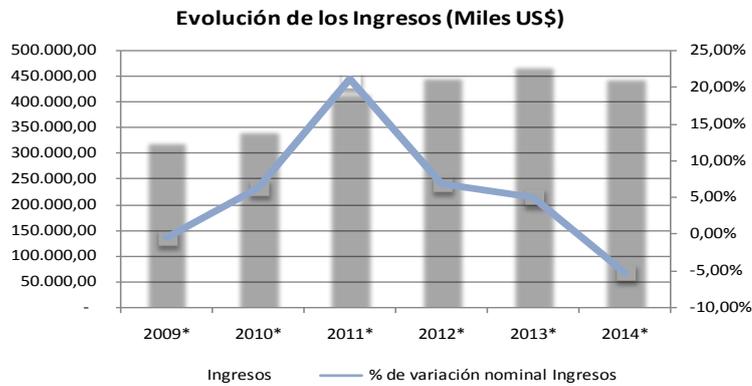
6. Indicadores Adicionales de la Situación Financiera del Emisor (ANEXO 2)

6.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

Al 31 de diciembre del 2014, LA FABRIL S.A. generó ingresos relacionados con su actividad por US\$449.5 millones, registrando un decrecimiento del 5.13% respecto al año anterior (2013: US\$473.8 millones), con un crecimiento promedio de 6.8% durante los últimos 5 años, durante los cuales ha evidenciado importantes fluctuaciones. El repunte del año 2008 (US\$328.37 millones) respecto al 2007 (US\$265.96 millones) fue producto de las variaciones en los precios del sector y no por mayores volúmenes vendidos, por lo que al cierre de 2009 se observó un ligero decrecimiento del 0.23% como parte del ajuste de precios. En el año 2010 se alcanzó un crecimiento del 6.4%, mientras que en el 2011 se obtuvo un crecimiento del 21.15% producto de mejores precios y mayores volúmenes vendidos, volviendo a moderar el crecimiento en el año 2012 alcanzando el 6.9% y en el 2013 el 5.13%. Al cierre de 2014 se observa un decrecimiento respecto al año anterior, principalmente

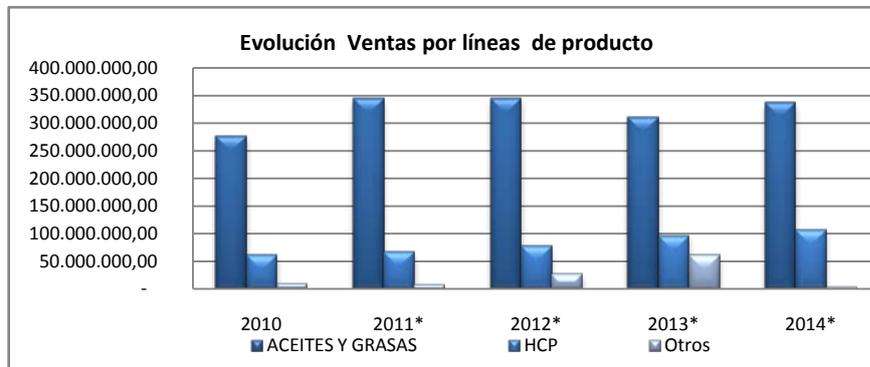


porque no genero producción de biocombustible debido a la competitividad que presenta el aceite de soya argentino, a más de la disminución del precio del petróleo lo que hace que su mercado no sea atractivo; al igual que hubo un menor ritmo de crecimiento de los ingresos por distribución de marcas de tercero. Para el año 2015, las ventas podrían superar los US\$500 millones, esperando se mantenga su curva creciente.



(*) Cifras en NIIF

Los ingresos del Emisor se originan principalmente de la venta de Aceites y Grasas que históricamente y a la fecha de corte de la información ha tenido la mayor participación con un promedio de los últimos 3 años de 73%, seguido de la línea de Higiene y Consumo personal con un 21% promedio de participación; esto como parte de la diversificación de la oferta de productos del Emisor. La diferencia corresponde a las líneas de Maquilas y Marcas de Terceros.



El costo de ventas pasó de US\$375.2 millones en el 2012 a US\$375.1 millones en el 2013 y US\$343.9 millones al 2014, disminuyendo respecto al año anterior tanto en montos como en márgenes (2012: 83.26%; 2013: 79.16% y 2014: 76.52%), comportamiento diferente al continuo crecimiento demostrado y producto de las fluctuaciones en el precio que presenta el aceite de palma, principal materia prima del proceso de producción del Emisor (cabe indicar que en el 2012, el Emisor mantuvo un importante nivel de stock de aceite de palma adquirido a un mayor precio, afectando directamente al costo de venta e inventario), situación que al cierre de 2013 y de 2014 mejora como parte de la integración vertical realizada por La Fabril S.A., considerando que el 56% de sus compras de materia prima provienen de sus compañías relacionadas.

La reducción del costo de ventas permitió un mejor resultado bruto al pasar de US\$75.45 millones en el 2012 a US\$98.74 millones en el 2013 y US\$105.6 millones en el 2014.

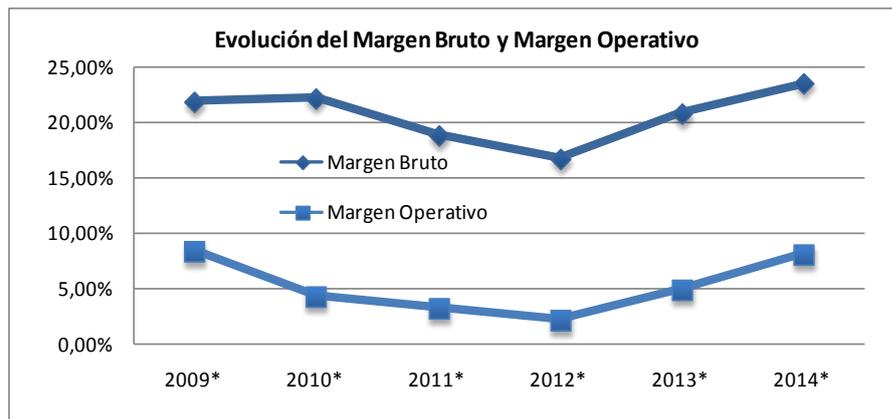
A Diciembre de 2014 los gastos operativos alcanzaron US\$68.9 millones, reduciéndose respecto al periodo anterior (US\$75.2 millones) producto de una mejor utilización de su fuerza de ventas y de su capacidad de distribución; en términos de márgenes pasó de 15.88% a 15.34%, sin exceder los niveles del año 2010, en donde se observó un importante crecimiento de la absorción sobre ventas

(2009: 13.48%, 2010: 17.91%) lo que de acuerdo a lo mencionado por La Fabril S.A. fue producto de los cambios registrados en la Empresa como parte de su estrategia de negocios (creación de nuevos productos y el crecimiento de las exportaciones), posteriormente la compañía planteó medidas de control de dichos gastos, lo cual se evidencia a partir del año 2011.

Luego del registro de los gastos operativos, La Fabril S.A. alcanza una utilidad operativa de US\$36.6 millones, resultado superior a los US\$23.5 millones alcanzados en el 2013 y al comportamiento de años anteriores. De acuerdo a lo indicado por La Fabril S.A., el deterioro en los márgenes brutos y operativos del periodo comprendido entre el 2010 y 2012 fueron producto tanto de factores exógenos como del incremento de precios en el aceite de soya y palma y los cambios estratégicos efectuados por la compañía.

A Diciembre de 2014 el margen operativo fue de 8.14% de las ventas que en relación con el año 2013 (4.96%) aumento, como se puede apreciar en el siguiente gráfico:

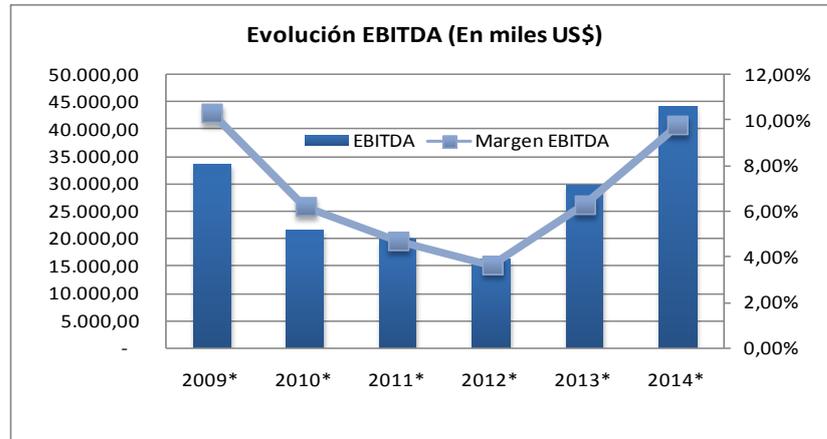
El costo ponderado del portafolio de productos vendidos promedia 77.84% del total de ingresos, del último año, de acuerdo a la situación actual del negocio, en tanto que los gastos operativos se encuentran en 15.34%, luego de lo cual la utilidad en operaciones llega a ser de 8.14 centavos por cada dólar vendido, alcanzando finalmente una utilidad neta de 3.76 centavos por cada dólar vendido, en el mismo periodo analizado; tal como lo observamos en el siguiente gráfico:



(*) Cifras en NIIF

Los resultados obtenidos fueron suficientes para cubrir los gastos financieros (2013: US\$9.2 millones; 2014: US\$10.3 millones), mostrando una tendencia creciente consecuencia de los mayores pasivos afectos al pago de intereses que forman parte de la estrategia de crecimiento que presenta La Fabril S.A. Cabe acotar que la Empresa registró otros ingresos al cierre del 2012 por US\$10.95 millones (2011: US\$3.1 millones), compuestos principalmente por la revalorización de terrenos (US\$2.1 millones) y recuperación de la inversión de su relacionada Manageneración (US\$3.77 millones), al cierre de 2014 éste rubro resultó en tan solo US\$50 mil. Posterior al registro de dichos rubro y del impuesto a la renta causado, obtuvo una utilidad neta de US\$16.9 millones (2013: US\$9.4 millones).

Por su parte el EBITDA mantiene su comportamiento decreciente hasta el 2012 tanto en montos como en márgenes, lo que es producto de los importantes montos que maneja La Fabril S.A. dentro de su estructura de costos; no obstante a Diciembre de 2013 el EBITDA mejora considerablemente alcanzando los US\$29.9 millones, de igual manera sucede en el año 2014 (US\$44.0 millones) incrementándose en 47% en relación al año anterior. A pesar de dichas variaciones, el EBITDA ha sido suficiente para cubrir el pago de los gastos financieros generados por los valores que circulan en mercado de valores y el endeudamiento con instituciones financieras. El margen del EBITDA en relación a los ingresos ha tenido la misma tendencia pasando de 3.6% a 9.8% entre los años 2012 y 2014.



(*) Cifras en NIIF

6.2. Estructura Financiera y Endeudamiento Patrimonial

Estructura de Activos

A Diciembre de 2014, los activos totales de La Fabril S.A. ascendieron a US\$320.1 millones y se incrementaron en un 12.2% respecto a la inversión del año 2013 (US\$285.32 millones), producto de un mayor nivel de activos corrientes (Principalmente Inventarios y Anticipos a Proveedores). Los activos corrientes representaron un 56% del total de la inversión, mientras que los activos no corrientes correspondieron al 43%, y están compuestos principalmente de Propiedades, Planta y Equipos.

Las cuentas por cobrar represento el 22% del activo corriente y ascendió a US\$40.28 millones un 10% adicional al año anterior (2013: US\$36.64 millones), se conforma principalmente de cartera con clientes locales (83%) y en menor participación de clientes del exterior (17%). La rotación de la cartera fue de 31 días encontrándose dentro de las políticas de recuperación, en donde se otorgan plazos que varían de acuerdo al tipo de cliente, otorgando plazos de: 15 días a Detallistas, 15 días a Mayoristas, 21 días a sus Subdistribuidores, 28 días a Distribuidores, 45 días a Cadenas de autoservicios y 30 días a Industrias.

El rubro inventarios asciende a US\$68.38 millones (2013: US\$64.52 millones), incrementándose respecto al periodo anterior en 6%; no obstante, sus día de rotación aumentaron (2013: 61 días; 2014: 71 días). Este rubro tuvo una participación del 37% del activo corriente.

Los Cuentas por cobrar compañías relacionadas representaron el 12% del activo corriente, generadas principalmente por créditos concedidos a entidades cuya actividad está relacionada con la actividad del negocio, las mismas que no generan interés ni tienen vencimientos establecidos; los impuestos corrientes también tienen una participación del 12% del activo corriente.

Las Propiedades, Planta y Equipos, registraron un total de US\$99.9 millones (2013: US\$100.26 millones), representando el 72% del activo no corriente, los cuales históricamente presentan variaciones, producto de las revalorizaciones, adiciones (terrenos y maquinarias principalmente) y construcciones en curso como parte de los proyectos en los que se encuentra inmerso el Emisor.

El rubro otros activos a largo plazo se conforman principalmente por las Cuentas por Cobrar Largo Plazo a Compañías Relacionadas que suman un monto de US\$25.1 millones con una participación del 18% del activo no corriente y corresponden principalmente al pago de proveedores e instituciones financieras a nombre de Manageneración S.A. (US\$11.9 millones), créditos concedidos con vencimientos mensuales hasta junio de 2016 otorgados a Extractora Rio Manso (US\$7.8 millones) e Inmobiliaria del Oriente S.A., Inmoriec por la cesión de las acciones mantenidas en Agrícola El Piñon S.A., actualmente el saldo es de US\$4.5 millones y será cancelado en un plazo de 10 años con



intereses anuales. Los Activos Intangibles suman un monto de US\$4.0 millones y representan el costo de las marcas comerciales adquiridas a Unilever en el año 2003 y revaluada en el año 2007 (La Favorita, Criollo, Marva, Hojaldrina, Achote, Favorita Light, B&C y Perla), además de la marca Ninacuro adquirida en el año 2013 y el rubro de Inversiones en asociadas y propiedades de inversión (activos en alquiler a relacionadas) por un monto de US\$7.6 millones que corresponde principalmente a las Inversiones realizadas en Extractora Monterrey (US\$7.5 millones).

A Enero de 2015, los activos totales de La Fabril S.A. ascendieron a US\$330.69 millones, incrementándose en 3%, de los cuales los activos corrientes representan un 58% del total de la inversión, siendo el mayor los Inventarios el cual es equivalente al 40%, llegando a US\$ 76.3 millones, y las cuentas por cobrar comerciales representaron el 20% del activo corriente con un monto de US\$38.9 millones; mientras que los activos no corrientes corresponden al 42%, y están compuestos principalmente de Propiedades, Planta y Equipos (72%).

Estructura de Financiamiento

A Diciembre de 2014, los pasivos totales fueron de US\$154.88 millones incrementándose en un 3.9% respecto al periodo 2013 (US\$149.1 millones), variación originada principalmente por un mayor nivel de pasivos afectos al pago de intereses; está compuesto por el 72% de pasivo corriente y 28% de pasivo no corriente.

El endeudamiento con instituciones financieras y mercado de valores (corto y largo plazo) representaron el 53% de los pasivos totales de La Fabril S.A. pasando de US\$ 99.6 millones a US\$118.3 millones entre diciembre del 2013 y 2014, incrementándose en 18%.

Las cuentas por pagar proveedores fueron del 35% del total de los pasivos, pasando de US\$66.4 millones a US\$58.3 millones entre diciembre del 2013 y 2014, disminuyendo en 12% y con una rotación promedio de 66 días, indicador menor al presentado en el año 2013 (62 días).

El Patrimonio de La Fabril S.A. creció en un 9% pasando de US\$97.4 millones en diciembre del 2013 a US\$106.5 millones en diciembre del 2014, producto del registro del incremento del capital social y las utilidades del ejercicio. El capital social representa el 53% de los recursos patrimoniales.

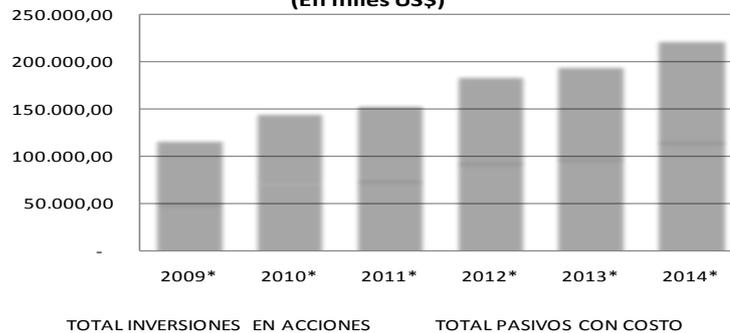
A Enero de 2015, los pasivos de La Fabril S.A. se incrementan a US\$222.8 millones, y está compuesto en un 71% de pasivo corriente y un 29% de pasivos no corrientes conservándose como rubros principales las Obligaciones de Corto y Largo Plazo, así como Proveedores. Los recursos patrimoniales alcanzaron los US\$107 millones.

A Diciembre de 2014, los activos ajustados fueron de US\$224.85 millones, está compuesto por un 44.6% de capital de trabajo que requiere la compañía y un 55.4% por las propiedades, plantas y equipos netos, más el resultado de los otros activos y pasivos no corrientes. El capital de trabajo comercial se incremento de US\$76.4 millones a US\$100.5 millones evidenciando un mayor requerimiento del mismo. Los activos ajustados a diciembre de 2014 estuvieron financiados por los pasivos afectos al pago de intereses con US\$118.3 millones y US\$106.5 millones de inversiones en acciones.

La estructura de capital de la Empresa a Enero de 2015 estaría compuesta por US\$127.2 millones de obligaciones financieras (incluida el sexto programa de emisión de papel comercial) y US\$107.8 millones de inversión accionarial, señalando una relación de 1.18 veces (Diciembre 2014: 1.11 veces) entre ambas fuentes de fondos. Los pasivos con costo financiarían el 38.1% del monto total de activos totales de los cuales el 72.5% son de largo plazo. La Fabril S.A. dispone de activos líquidos que por su estructura de financiamiento cubren a la fecha los vencimientos corrientes de los pasivos afectos al pago de intereses.

Históricamente se observa que el Emisor financia su inversión tanto con recursos propios como con recursos de terceros, registrando en promedio para los últimos 5 años un 51% de deuda financiera mientras que un 49% correspondió a recursos propios; el comportamiento de éstos rubros se evidencian en el siguiente gráfico:

Pasivos con costo vs. Inversiones en Acciones
(En miles US\$)



(*) Cifras en NIIF

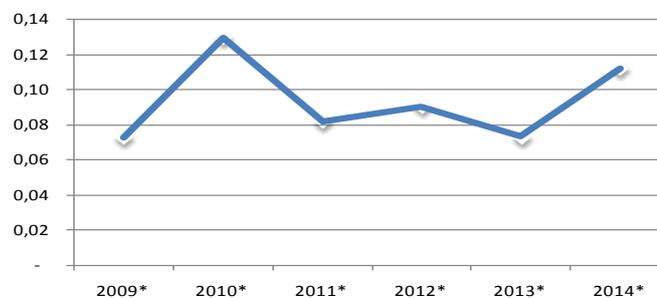
Liquidez

El crecimiento más acelerado de los pasivos corrientes respecto al de los activos corrientes se refleja en su ratio de liquidez, no obstante éste se mantiene sobre la unidad. El mayor endeudamiento es producto de la mayor necesidad de financiamiento del Emisor tanto con proveedores como con Instituciones Financieras.

La relación de los activos ajustados versus ventas representó 0.50 veces en el último año, resultando similar al año anterior (0.42 veces), esto refleja que el Emisor genera ingresos de 0.50 centavos de dólar por cada dólar invertido.

El Emisor requiere de un capital de trabajo comercial de 0.11 veces de sus ingresos, es decir que puede manejar su operación comercial con el 11% del monto total de sus ingresos, mientras que en los 3 últimos años anteriores requería un menor capital de trabajo.

Capital de trabajo comercial / Ventas

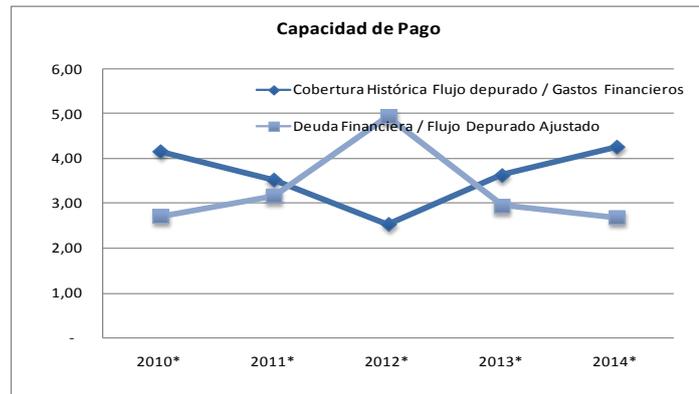


(*) Cifras en NIIF

Lo anterior también se observa en el ciclo de efectivo, que pasó de 29 días en el 2013 a 36 días en el 2014, producto de una recuperación de cartera similar al año anterior (2013: 30 días; 2014: 31 días), una rotación de inventarios más lenta (2013: 61 días; 2014: 71 días) y un mayor plazo con proveedores (2013: 62 días; 2014: 66 días).

6.3. Capacidad de Generación de Flujo y Cobertura

A diciembre del 2014, La Fabril S.A. registró un índice de cobertura financiera de 4.26, resultando superior al del año previo producto de un mayor flujo generado, manteniendo su cobertura sobre el monto de gastos financieros. El incremento de los gastos financieros es producto del mayor endeudamiento con instituciones financieras y en mercado de valores. El crecimiento del flujo depurado permite que La Fabril S.A. pueda cubrir sus obligaciones en un periodo promedio para los 3 últimos años de 3.53 años.



(*) Cifras en NIIF

Del análisis histórico de los indicadores financieros adicionales del Emisor, observamos que no se encuentran factores de riesgo que afecten la capacidad de pago histórica.

6.4. Calce de Flujos

El calce de flujos se obtendrá del flujo neto de caja para el período de vigencia del instrumento, tomando hasta el mes siguiente al vencimiento del mismo. De este flujo se analizarán los saldos mensuales y el saldo total acumulado.

El flujo se confeccionará sin considerar los activos disponibles y se incluirán todas las amortizaciones de deuda, incluyendo las que genere la emisión de papel comercial, así como los gastos financieros de los mismos. Se excluirán como flujos de caja relevantes para el cálculo del indicador de calce aquellos flujos que provengan de financiamiento de terceros, aun cuando correspondan al uso de líneas de créditos autorizadas a la fecha de calificación. Solo podrán ser eximidos de esta indicación los créditos que están sujetos a una determinada inversión, los cuales no podrían realizarse por el emisor si no lleva a cabo dicha inversión.

Para el caso específico del Papel Comercial de La Fabril S.A. se determinó un flujo de calce de grado alto, el cual implica que existe calce o exceso de fondos en cada uno de los periodos y el flujo total acumulado al final del periodo es positivo, por lo que presenta excedente de fondos.

7. Análisis de Factores Adicionales de Riesgo Cualitativo

7.1. Posición de la Empresa en su industria

La Fabril S.A. es una de las empresas manufactureras más grandes del Ecuador, con operaciones en su línea actual de negocios desde hace más de cuatro décadas en el cantón Montecristi de la provincia de Manabí, donde se encuentran sus oficinas centrales y mantiene sus plantas industriales, a más de otra ubicada en la ciudad de Guayaquil. Se dedica principalmente a la fabricación de aceites y grasas vegetales comestibles, productos de limpieza, e ingredientes para la industria alimenticia. Siendo una organización productiva orientada a la integración vertical, ha invertido desde hace algunos años en las áreas agrícola y agroindustrial, generadoras de sus principales materias primas para lo cual mantiene plantaciones de palma e industrias extractoras de aceites crudos de palma y palmiste. Adicionalmente, cuenta con acciones en diversas compañías dedicadas a la actividad agroindustrial y de generación energética. Parte de su importante crecimiento se resume a continuación:

- 1968 La Empresa empieza como desmotadora de algodón y procesadora de semilla de algodón.
- 1978 Incursiona en la rama industrial como refinadora de aceites y grasas vegetales, y comienza la producción de aceites comestibles.
- 1981 Empieza a producir grasas vegetales.
- 1983 Inicia la producción de jabones de lavar.
- 1985 Desarrolla aceite de soya refinado para atún en lata.
- 1990 Crea su propio centro de investigación y desarrollo de productos e inauguración de una



fábrica de plásticos (envases), produciendo así recipientes propios para sus aceites, mantecas y margarinas.

- 1991 Inicio de exportaciones.
- 1993 Comienza la producción de margarinas y grasas especiales.
- 1995 Establece un centro experimental con De Smet (proveedor industrial de Bélgica) para el desarrollo de nueva tecnología.
- 1997 Primera compañía en fraccionar aceite de palmiste en América Latina, para crear CBS.
- 2002 La Fabril se convierte en la compañía líder en el mercado de aceites y grasas comestibles en el Ecuador al adquirir la operación ecuatoriana de aceites y grasas de Unilever (La Favorita, La Favorita Light, Criollo, La Favorita Achiote, y las marcas de margarina: Marva y Hojaldrina).
- 2005 Pionera en la producción y venta de biodiesel de palma a EE.UU.
- 2006 Incursión en proyectos de generación de biocombustible.
- 2008 La Fabril inicia exportación de productos en contenedores al mercado venezolano, y biodiesel a Perú.
- 2009 Unificación de las plantas de producción.
- 2010 Continúa la producción de biocombustibles, esta vez a partir de la *Jatropha* e inicio la operación de la nueva planta de Clorox para el mercado ecuatoriano.
- 2011 Como parte de su integración vertical mantiene su plan de inversión en el área agrícola y agroindustrial, y en la actualidad posee plantaciones de palma en su empresa relacionada Energy & Palma y extractoras de aceites crudos de palma y palmiste en su Relacionada Extractora Agrícola Río Manso Exa S.A.
- 2012 Lanza la línea de sazónadores La Favorita.
- 2013 Lanza la línea de Cuidado Capilar y adquirió la marca Ninacuro.
- 2014 Alineados al Cambio de la Matriz Productiva.

Como se indicó, La Fabril S.A. participa en el sector de producción de aceites vegetales y sus derivados provenientes de palma africana, soya, girasol y otros, productos que han mostrado ventas con una tendencia creciente en los últimos años y ha logrado posicionarse como una de las empresas manufactureras más grandes e innovadoras del Ecuador. Su materia prima como el aceite de palma y de palmiste (sustituto de la manteca de cacao) se cosechan localmente y los abastecen sus compañías relacionadas, en un 56% de su producción; no obstante, la soya y el girasol son importados, el primero desde Paraguay, Bolivia, Argentina, y el girasol desde Paraguay y Bolivia.

Para lo cual, dentro de su complejo industrial de Montecristi, cuenta con tres plantas automáticas, en las cuales se procesa principalmente Soya (350 TM por día), Palma (550 TM por día), Mezclas (350 TM por día) y Winterizado de 100 TM por día.

Adicionalmente, su línea de biocombustibles ha incluido procesos industriales relacionados con el ambiente, como la producción de biodiesel a partir de ácidos grasos libres y el de elaboración de biofertilizantes generados como coproductos de la refinación de aceites de soya y girasol.

Según el destino, la producción de La Fabril S.A. se clasifica en: i) *Consumo Masivo*: alimentos (aceites, margarinas, mantecas), panificación y pastelería, y hogar y cuidado personal (jabones de lavar, jabones de tocador, detergentes y desinfectantes); y, ii) *Industriales*: snacks y frituras, heladería, galletería, confitería y chocolatería, sustitutos lácteos, grasas culinarias, cremas vegetales, etc. aceites de alta estabilidad, viruta para jabones de tocador, margarinas y mantecas, aceites para atún en lata, alimentos balanceados, etc.

A su vez, la cartera de productos de su línea de consumo incluye los siguientes elementos y marcas:

Alimentos

Aceites: La Favorita, La Favorita Light, La Favorita Omega, La Favorita Achiote, Girasol, Maizol, La Perla, Criollo, Sabrosón, Sabrofito, etc.

Margarinas: Klar, Girasol, Marva, Ricamesa.

Mantecas: La Sabrosa

Concentrados: La Favorita

Coberturas: Coberchoc



Panificación y Pastelería

Mantecas: Especial, Sabropan, Panpan.

Margarinas: Marva, Marva Crema, Fabripan; Hojaldrina.

Coberturas: Coberchoc gotas, Coberchoc cremas.

Especializado: Desmold



Hogar y Cuidado Personal

Jabones de tocador: Defense, Duet, Jolly, Ninacuro

Cuidado Capilar: Jolly Capilar

Jabones de lavar: Lavatodo, Megablue, Machete, Perla y Perla bebé.

Detergentes líquidos: Ciclón, Perla Bebé, Perla Secret.

Desinfectante: Olimpia

Detergente en todos: Lavatodo chips.

Pasta dental: Polar

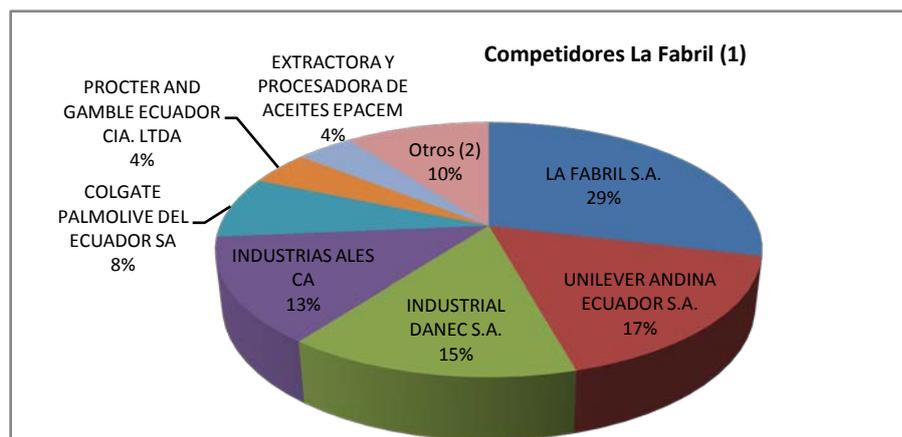


Todas estas marcas se comercializan en un total de 750 presentaciones. Adicionalmente están produciendo para multinacionales, mismas que han acordado con el Gobierno Ecuatoriano sustituir sus importaciones; entre los cuales se han dado acuerdos comerciales para los productos capilares de Avon y los jabones de tocador de Colgate Palmolive.

Los principales competidores del Emisor según la línea de producción se mencionan a continuación (se adiciona la participación del líder de mercado y de La Fabril S.A. correspondiente al año 2012, última información remitida).

- Aceites Comestibles: Ales y Danec; La Fabril se mantiene como líder de este segmento con una participación de 66.2%
- Margarinas de consumo: Unilever (80.80%) y Danec; La Fabril cuenta con 13.90%
- Mantecas de consumo: Ales, Danec (49.30%) y Epacem; La Fabril cuenta con 15.80%
- Margarinas de panificación: Ales, Danec y Levapan; La Fabril es líder con 63.3%
- Mantecas de panificación: Ales, Danec y Levapan; La Fabril es líder con 40.10%
- Jabones de Lavar: Unilever, Danec, Ales, y Jabonería Wilson; La Fabril es líder con 57.3%
- Jabones de Tocador: Unilever, Colgate Palmolive (55.90%) y Fabell. La Fabril cuenta con 5.80%
- Detergentes líquidos: Jabonería Wilson, Reckitt Benckiser, Industrias Químicas Nobel; La Fabril es líder con 81.20%
- Desinfectantes: Colgate Palmolive (69.6%), Calbaq, Synteko, La Favorita, Reckitt & Collman. La Fabril cuenta con 11.80%
- Detergentes en polvo: Unilever (81.7%), Procter & Gamble y Danec. La Fabril cuenta con 5.30%
- Suavizantes: Colgate Palmolive (82.8%), Synteko y Disma. La Fabril cuenta con 7.90%

De acuerdo a los ingresos obtenidos al cierre del 2013 por cada una de las empresas arriba mencionadas, se observa que La Fabril registra el 28.80% del total de empresas enfocadas a la producción y comercialización de grasas y aceites para consumo personal y artículos en las líneas de higiene personal y para el hogar, considerándola como un competidor dominante. Le sigue la multinacional Unilever Andina Ecuador S.A. con el 16.89% participando con las siguientes marcas: Jabón Dove y Lux, Margarina Dorina y Bonellay Detergente Deja; mientras que Industrias Danec S.A. (Jabón Líder y Top Combi; Detergente As; Mantecas Los 3 Chanchitos, Margarina Regia e Imperial; Aceite El cocinero, Palma de Oro, Vivi Canola) e Industrias Ales C.A. (Jabón Super Ales, Ales Bebé; Manteca La Reina, 3 Coronas; Aceite Dos Coronas, Alesoya) siguen con el 14.57% y 13.33% de participación respectivamente.



- (1) Incluye a: Levapan del Ecuador S.A., Jabonería Wilson S.A., Otel Fabell S.A., Calbaq S.A., Disma C. Ltda., ReckittBenckinser del Ecuador S.A., Syntekocompany S.A., e Industrias Químicas Nobel S.A..
- (2) Cifras tomadas de los Estados Financieros publicados en la página web de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

En total, la Empresa registró ventas por US\$473 millones durante el ejercicio 2013, de las que su línea de aceites y grasas aportó con 67%, seguida por la línea de hogar y cuidado personal con 20%, y otros con 13%. Para el año 2014 sus ingresos acumulan US\$449 millones, de los cuales Aceites y



Grasas representaron el 75% de su participación, Higiene y Cuidado Personal el 24% y la diferencia por Otros.

La Fabril S.A. dispone de agencias de ventas en las principales ciudades del país que le permiten atender a más de 50 mil puntos de venta a nivel nacional. Mantiene definidas políticas de crédito a su cartera de clientes que incluyen plazos de pagos entre 8 a 60 días, otorgando a determinados clientes descuentos por pagos al contado, pagos anticipados y condiciones de pago especiales, a más de mantener letras de cambio o pagaré firmados por sus cupos. Dentro de su cartera de clientes se encuentran las principales cadenas de autoservicios como Corporación Favorita C.A. (Supermaxi), Corporación El Rosado S.A. (Mi Comisariato), Tiendas Industriales Asociadas Tía, Mega Santa María S.A., Devies Corp S.A., empresas industriales como Unilever Andina Ecuador S.A., Levapan del Ecuador S.A., Sállica del Ecuador S.A., Procesadora Nacional de Alimentos y Corporación Superior, entre otros, y clientes extranjeros relacionados con su negocio de exportación como Pasternak Baum & CO. INC.

Dentro de sus principales proveedores se incluyen Cargill Americas Inc (EEUU / Alemania), Empremer S.A. (Uruguay); Thin Oil Products, LLC (EEUU); Extractora Agrícola Río Manso; Energy & Palma; Extractora Quevepalma S.A.; Agroindustria del Paraíso S.A., Clorox del Ecuador S.A. Cabe destacar que la participación de sus relacionadas Río Manso y Energy Palma dentro de las compras a diciembre de 2014 se incrementa respecto a su histórico, lo cual responde a la integración vertical de la Compañía.

El Emisor está verticalmente integrado y cuenta con todo el proceso de la cadena productiva: posee tres grandes plantaciones de palma, dos extractoras, y además una fábrica para la producción de envases plásticos. El auto-provisionamiento local de materia prima logrado por medio de sus propias extractoras y centros de acopio construidas en el año 2011 en la zona de mayor producción de palma (Quinindé - La Concordia), le han permitido aumentar acentuadamente su capacidad de autoabastecimiento, que pasó de 11% en el 2009 hasta llegar a 56% en 2014.

Como parte de su planificación estratégica, el Emisor ejecutó el proyecto de "Unificación de plantas y optimización de procesos" con el objetivo de incrementar su capacidad de producción mediante la generación de economías de escala, actualización tecnológica de procesos y optimización del recurso humano. La unificación consistió en el traslado de las plantas de envasado y empaque de la ciudad de Guayaquil a Montecristi, la concentración de producción de alimentos y la instalación de refinería de última generación en la planta de Montecristi. Las ampliaciones efectuadas en su capacidad de refinación permiten lograr mejoras en su estructura de costos respecto al mercado mundial. La importante diversificación de sus productos y la creación de otros nuevos -no sólo para consumo interno sino para exportación- evidencian la estrategia y su continuo crecimiento.

Respecto a la actividad de biodiesel, La Fabril tiene la única planta en el país que exporta desde el año 2004. Actualmente la empresa posee dos refinerías (en Manta y Guayaquil) con una capacidad instalada de hasta 144 mil toneladas de biodiesel al año. A su vez, la implementación del Decreto Ejecutivo 1303 para el uso de biodiesel (en una mezcla de 5%, hasta llegar a 10%) en el diesel premium comercializado en el país, constituye una importante oportunidad para el sector, ya que se estima que significará una demanda progresiva de hasta 200 mil TM anuales para cumplir con el mandato.

Las operaciones de La Fabril cuentan con certificaciones de calidad nacional e internacional, entre las que están Sellos de Calidad INEN, Certificación de Buenas Prácticas de Manufactura, ISO 9001:2008 de calidad de procesos e ISO 14001:2006 de gestión ambiental. Reporta además ser desde 2009 miembro ordinario de la Mesa Redonda para el Aceite de Palma Sostenible (RSPO, por sus siglas en inglés), autoridad mundial que vela por el cultivo y producción de palma con rigurosos estándares de cuidado del entorno.

La Empresa ha incursionado también en proyectos verdes como la producción de energía con residuos de la industrialización del atún y la producción de bio-fertilizantes a partir de procesos de refinación de aceites. Además, desde el año 2003, consolidó una reducción sostenida del uso de

combustibles, agua y energía y aplicó procesos técnicos para tratar sus residuos, clasificándolos en reciclables, no reciclables y peligrosos.

Sus estrategias de corto plazo están encaminadas en:

- a) Automatización de la planta de aceites vegetales.
- b) Ampliación de la planta de margarinas industriales.
- c) Traslado y construcción de nueva planta para los productos de Higiene y Cuidado Personal.
- d) Construcción de un nuevo centro de distribución.

Entre sus estrategias que se denominan plurianuales tenemos:

- 1) Modernizar la capacidad productiva invirtiendo en maquinaria y capacitación al personal.
- 2) Promover la siembra sostenible de palma a través de un programa de financiamiento a pequeños agricultores, dentro del cual la compañía calificará al postulante y contribuirá con capacitación y acompañamiento.
- 3) Mejorar el sistema de distribución, logrando una eficiencia logística y así reducir adicionalmente el impacto sobre el medio ambiente, de tal manera que se reduzca a la mitad el consumo de combustible y el número de viajes.

7.2. Características de la Administración y Propiedad

7.2.1. Estructura Accionarial

De acuerdo a la información proporcionada por La Fabril S.A.; el capital social al 31 de enero de 2015 asciende a US\$56,799,100, y está representado por 5,679,910 acciones ordinarias y nominativas de un valor nominal de US\$10 cada una; el último incremento de capital social se efectuó mediante escritura pública, con fecha 2 de diciembre del 2014, donde se aprueba el incremento por un monto de US\$2,964,810 y que de acuerdo al acta de la Junta de Accionistas se realizó mediante la capitalización de utilidades (reversión en inversiones nuevas) y capitalización de reservas. La participación accionarial de la entidad está compuesta por dos accionistas siendo el mayoritario Holding La Fabril S.A. Holdingfabril de origen ecuatoriano con 5,518,030 acciones y representada por el Sr. Carlos González - Artigas Looor, en su calidad de Apoderado General, como se detalla a continuación:

Accionista	Participación
Holding La Fabril S.A. HOLDINGFABRIL	97%
Vasquez Alarcón Nancy Atenaida	3%

Respecto a la política de dividendos, La Fabril S.A. tiene como política capitalizar el 50% de las utilidades disponibles y repartir la diferencia como dividendos, buscando fortalecer al patrimonio de la empresa.

La Fabril S.A. se vincula con las siguientes compañías:

- Inmoriec Agrícola Oriente S.A.
- Manageneración S.A.
- Agrícola El Naranjo S.A.
- Agrícola El Piñón Agropiñon S.A.
- Inmobiliaria Montecristi S.A. Inmontecristi
- Extractora Agrícola Río Manso. EXA S.A.
- Montecristi Golf Course S.A. Montecristigolf
- Energy & Palma Energypalma S.A.
- Gondi S.A.
- Importadora Elefante Imporelefante S.A.
- Procesadora Valle Delsade S.A. Provasa.
- Alimentos Pesqueros del Pacífico Pacificopesca S.A.
- Hidroalto Generación de Energía S.A.
- Forestal Cabo Pasado S.A.
- Zonamanta S.A.

7.2.2. Procesos Internos

La Fabril S.A., mantiene formalmente documentados sus procesos operativos internos, incluyendo las políticas y procedimientos para el desarrollo de su gestión, en ciertas áreas, especialmente las relacionadas con sus actividades de: Producción, Ventas Industriales Nacionales y de Exportación, Ventas de Consumo, Mercadeo, Abastecimiento, Adquisición de Materia Prima, Financiero y Administrativo.

La Empresa ha realizado y mantiene la certificación de su sistema de administración de procesos bajo la norma ISO 9001:2008, con el fin de evaluar y determinar adecuados estándares de calidad en los procesos de su organización, sobre todo los procedimientos esenciales que están en directa relación a su núcleo de negocios; la ISO 14001:2006 que establece un Sistema de Gestión Ambiental efectivo, orientados a un manejo ambiental sustentable; Normas de Seguridad BASC, HACCP, normas de calidad INEN, y Etiquetas KOSHER.

El proceso de producción de La Fabril S.A. inicia con la adquisición de materia prima, principalmente aceite de palma y de soya que representan el 50% y 30% de los insumos que requiere como base para sus productos. El aceite de soya es importado, mientras que el aceite de palma es comprado en el mercado nacional a las diversas extractoras del país³, incluidas las propias, a más de que en caso de requerirse éste también podría ser importado. El proceso de la elaboración de aceites y grasas vegetales, en forma general, contiene los siguientes pasos: Pesado, Intercambiadores de Calor, Blanqueo, Secado, Filtrado y Almacenamiento, para lo cual cuenta con la tecnología adecuada que le permite refinarlas grasas que es utilizado en diversas clases de aceites comestibles. Por otro lado los residuos sólidos derivado del proceso de filtración son utilizados para la elaboración de jabones.

Posee controles en cada fase de producción que le permiten determinar las necesidades de los mismos. En los procesos de Blanqueo y Filtrado, se realizan pruebas de laboratorio con el objetivo de medir las impurezas y el calor.

Poseen su propia fuerza de venta y red de distribución de productos a nivel nacional, para lo cual se apoyan en sus ocho agencias regionales localizadas en Quito, Guayaquil, Santo Domingo, Ambato, Cuenca, Tulcán, Ibarra y Machala; además cuentan con su propia red de distribuidores y mayoristas exclusivos, lo que les ha ayudado a ser competitivo en la entrega inmediata de los pedidos a sus clientes.

Poseen recipientes especiales para recolectar los residuos, que posteriormente son direccionados a los centros de acopio instalados dentro de la organización clasificándolos en residuos reciclables, no reciclables y peligrosos, hasta que las empresas de gestión ambiental recolecten los mismos, directamente en la planta industrial.

Han desarrollado una unidad de Innovación que está interrelacionada a Inteligencia de Mercado, Investigación y Desarrollo y Transferencia de Tecnología. En esta área se filtran y priorizan las propuestas que son remitidas a un comité quien decide si se aplican o no; las ideas se deben desarrollar focalizadas a nuevos productos, nuevos negocios y nuevos procesos.

Han implementado mecanismos administrativos internos que ayudan a cumplir la normativa nacional vigente de Seguridad y Salud en el trabajo, con el objetivo de mantener un ambiente de trabajo seguro y saludable y difundirlo a todos los niveles jerárquicos que labora dentro de sus instalaciones.

El proceso de presupuesto se realiza al inicio del año, el presupuesto de ventas se monitorea de manera periódica. De esta forma, la organización mantiene el control de su gestión y del

³ Actualmente, como parte de la integración vertical de la empresa, Extractora Agrícola Río Manso S.A., relacionada del emisor, provee el aceite de palma en una importante participación.

cumplimiento de actividades a fin de evaluar el logro de sus objetivos y estrategias y de ser necesario implementar acciones alternativas.

7.2.3. Gobierno Corporativo

La Compañía LA FABRIL S.A. se constituyó como compañía anónima, mediante escritura pública otorgada el 28 de marzo de 1935 e inscrita en el Registro Mercantil el 4 de abril del mismo año, tiene existencia jurídica y su plazo social concluye el 04 de abril de 2039. La estructura organizativa y su gestión funcional están definidas y se han establecido de acuerdo al desarrollo de las actividades del negocio, sus requerimientos estratégicos y los objetivos empresariales. La estructura jerárquica está dirigida por el Presidente Ejecutivo, los cargos gerenciales se han establecido en base a la experiencia en funciones comerciales. La organización mantiene un nivel ejecutivo debidamente calificado, con experiencia en sus funciones y con las responsabilidades asignadas, con una permanencia relativamente larga en funciones en la Empresa. Todos los funcionarios vienen colaborando con la empresa por varios años, algunos de ellos promovidos a sus posiciones actuales por su desempeño. Las actividades de la firma obedecen a una clara planificación.

El Presidente de la Compañía es el Sr. Carlos González-Artigas Díaz, y el Sr. Carlos González-Artigas Loor el Apoderado General. Su directorio está conformado por:

Carlos Esteban González-Artigas Díaz	Presidente
Carlos Esteban González-Artigas Loor	Apoderado General
Santiago Francisco Terán Dammer	Director Corporativo Financiero y Planeación
Percival Piotroshky Andrade Arellano	Director Corporativo de Innovación
Guillermo Enrique Baraldo Victorica	Director Corporativo de Desarrollo Organizacional
Álvaro Daniel Maldonado Endara	Director de Desarrollo de Negocios
Cesar Aníbal Padilla Heredia	Director de Ventas Consumo
Juan Antonio Franco	Director de Mercadeo
Reyna Victoria Hassing Lama	Directora de Operaciones A&G
Harold Corrales Acosta	Director de Operaciones HCP

Tanto las decisiones operativas como las estratégicas se toman por un comité de ejecutivos que se reúnen una vez por semana y está conformado por los Directores de las áreas de: Recursos Humanos, Mercadeo, Aceites y Grasas, Higiene y Cuidado Personal, Financiero & Planeación, Investigación & Desarrollo junto con el Apoderado General de la empresa. De igual manera se realizan evaluaciones de ventas, de nuevos proyectos y de productos, con el objetivo de que se cumplan las estrategias de la Compañía y lleguen a resultados más eficientes.

Como parte de sus políticas una vez al mes realizan comités por controles de calidad y políticas de seguridad.

No existe un procedimiento para la sucesión de ejecutivos, no obstante, los cargos son subrogados por los subsiguientes cargos de acuerdo a la estructura organizativa de la entidad.

7.2.4. Tecnología de la Información

El Emisor cuenta con un importante desarrollo tecnológico, el cual ha formado parte de una de sus estrategias de negocios. Actualmente cuenta con una arquitectura de aplicaciones compuesta de una solución empresarial ERP, provista por BAAN y otras aplicaciones que cubren varios procesos de negocios de la compañía. El ERP provee la gestión sobre los procesos de la Cadena de Suministros, desde Planeación hasta la Entrega de pedidos, así como los procesos de Gestión Financiera y los relacionados con la Gestión Comercial.

En cuanto a los procesos comerciales el nivel de automatización de la compañía se extiende hasta los vendedores quienes cuentan con un sistema de Hand Held mediante el cual toman sus pedidos y recaudan cartera y desde el campo de trabajo realizan conexión a los sistemas de las empresas de

manera celular para actualizar los registros de órdenes de pedidos y cobros.

La gestión humana, se realiza con un sistema que automatiza los procesos de nómina y que se enlaza con el ERP para actualizar la contabilidad.

El Emisor cuenta además con herramientas de Business Intelligence para análisis y la toma de decisiones, provista por Powerplay de Cognos-IBM. EL nivel de automatización e integración informática cubre las dos plantas de la empresa, así como su oficina matriz y nueva agencias de ventas a nivel nacional, todas integradas en línea con los sistemas centrales de la empresa. Es importante indicar que realiza actualizaciones de su infraestructura base y de sus aplicativos, otorgando un adecuado servicio a sus usuarios.

7.2.5. Eventos Externos

La Empresa mantiene controles básicos para la administración de eventos inesperados de tecnología y seguridad de información, manteniendo procesos y procedimientos de seguridad de información, a más del resguardo de archivos críticos y programas esenciales, se observa la existencia de políticas y procedimientos de seguridad de información interna.

Mantienen niveles de seguridad para todos los usuarios, definiéndose los módulos y opciones disponibles para cada uno, evitando el acceso no autorizado a áreas de vital importancia, existiendo controles sobre las claves de los usuarios y restricciones.

A fin de mitigar el riesgo ante diversos tipos de siniestros o contingencias posibles que podrían generarse en la realización de sus operaciones, la Empresa mantiene las respectivas coberturas de seguros; cuenta además con procedimientos de seguridad industrial y sistemas de alarmas.

Con respecto al mercado internacional de aceites de semillas oleaginosas, en el último año, cayeron drásticamente principalmente por la abundante cosecha de soya, reduciendo de esta manera el nivel de precios de los principales aceites vegetales, medido por el precio FOB Indonesia⁴, a diferencia de lo ocurrido en el año 2013 cuyo precio fue al alza; estos cambios, afectaron a su vez la oferta en el mercado local quienes vieron más atractiva la exportación del insumo versus las ventas locales. Lo mencionado originó el impulso de la integración hacia atrás de La Fabril S.A., de tal manera que no le afecte en el proceso de compra de su materia prima, por lo cual actualmente suplente en un 56% su consumo con las ventas que le realizan sus compañías relacionadas, sin afectar el giro normal de negocio.

7.2.6. Riesgo legal

Los auditores externos revelan en su informe anual, al 31 de diciembre del 2013, la contingencia con respecto al Fideicomiso Mercantil de Administración y Garantía constituido mediante escritura pública el 22 de septiembre de 2004, el cual registra la participación de La Fabril S.A. como constituyente, la Corporación Reguladora del Manejo Hídrico de Manabí, como beneficiario y Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles como Fiduciaria. El 13 de abril de 2005, la fiduciaria transfirió el usufructo de las acciones al Fideicomiso Mercantil de garantía y flujo denominado Manageneración - Usufructo, con el propósito de constituir una fuente de pago y un mecanismo de garantía de las obligaciones adquiridas por Manageneración S.A. para financiar los proyectos hidroeléctricos denominados Poza Honda y La Esperanza. En septiembre y noviembre de 2009, el Presidente de la República, mediante decretos ejecutivos No. 69, 230, 292, 365, 431, 460 y 515 ordenó la requisición de todos los bienes muebles e inmuebles de la compañía relacionada Manageneración S.A.; en diciembre de 2009 La Frabril S. A. y Manageneración S.A. presentaron una demanda contra la Corporación Reguladora del Manejo Hídrico de Manabí - Secretaría Nacional del Agua por el incumplimiento de los contratos del proyecto Manageneración S.A. por una cuantía de US\$34.8 millones. El 11 de marzo de 2014, el Tribunal Arbitral de la Cámara

⁴ www.fedapal.com

de Comercio de Manta emitió sentencia a favor de La Fabril S.A. y Manageneración S.A. para la cancelación de US\$34.7 millones por parte de la Secretaría Nacional del Agua; no obstante la demandada interpuso acción de nulidad de tal fallo. La Fabril S.A., como garante solidario de Manageneración S.A., a la presente fecha, ha cancelado todas las obligaciones financieras que mantenía vigentes estas obligaciones, monto que se ha registrado como cuentas por cobrar largo plazo.

La administración de La Fabril S.A. nos ha informado de la existencia de varios juicios por Haberes e Indemnizaciones Laborales, los mismos que han sido planteados por ex trabajadores y que suman una cuantía de US\$1.2 millones aproximadamente para los que se encuentran en la salas de los Juzgados ubicados en la ciudad de Guayaquil y de US\$382 mil aproximadamente para los que están en la salas de los Juzgados ubicados en la ciudad de Manta, las mismas que seguirán su curso legal.

Además también existen otros Juicios Verbales Sumarios cuyas causas son de los años 2004, 2008, 2009 y 2011, entre otros tipos de juicios, a los que se les hace el seguimiento respectivo a través de la Gerencia de Asuntos Legales.

Adicional a lo mencionado no se conocen riesgos legales inherentes a la organización ni a su gestión de negocios, acorde a lo informado por La Fabril S.A.

7.2.7. Riesgo de Reputación

Se considera que La Fabril S.A. mantiene un adecuado cumplimiento de las obligaciones financieras a la fecha del presente informe. Además, el nivel de apalancamiento de la empresa con instituciones financieras locales es razonable; por otro lado, la experiencia que tiene le ha permitido negociar con Proveedores de sus materias primas cuyos precios son negociados en mercado internacional. En consecuencia, no se ha identificado -ni se ha informado a la Calificadora- la presencia de eventos negativos internos o externos que puedan afectar en el corto o mediano plazo la reputación comercial o financiera de la empresa.

8. Análisis de la Capacidad de Pago Esperada de la Empresa

8.1. Parámetros empleados para la Proyección (ANEXO 3)

A partir de la información cuantitativa derivada del análisis financiero histórico y del estudio de los factores cualitativos como son el riesgo de la industria, la posición de la Empresa en su industria, el riesgo operacional, gobierno corporativo, entre otros, se establecieron los siguientes parámetros para elaborar los modelos de análisis proyectados:

- La capacidad de pago histórica se la obtuvo de utilizar información contenida en los estados financieros auditados de los años 2005 al 2009 preparados bajo Normas Ecuatorianas de Contabilidad, estados financieros auditados de los años 2010 al 2013 preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera NIIF, estados financieros internos a Diciembre de 2014 y Enero de 2015 (no auditados).
- Se eliminaron las distorsiones de tipo contable que afectan la determinación de la real capacidad de generación de efectivo por parte de los activos productivos de la Empresa.
- Los flujos depurados de cada ejercicio se la ha analizado en términos reales, corregidos por la tasa de inflación de cada período anual.
- El promedio de la rentabilidad de los activos observado en cada ejercicio del periodo evaluado permite aplicarla al monto más reciente de activos productivos disponible, a fin de encontrar el flujo de efectivo que generan las operaciones actuales de la Empresa.
- Para calcular los activos se promedió el monto de activos preparados bajo NIIF, que al contrastarlo con el porcentaje de rentabilidad histórica permite determinar un flujo razonable.
- Con el flujo depurado obtenido como promedio simple entre los flujos NIFF, se estableció la cantidad de recursos que la Empresa tiene capacidad de generar dado su nivel de activos productivos.



- Los pasivos afectos al pago de intereses que presenta La Fabril S.A. al 31 de Enero de 2015 más el pago de interés con sus respectivos detalles de las tasas, incluyendo además el monto del sexto programa de emisión de papel comercial deduciendo los pasivos a sustituir, de US\$127.23 millones, permitiendo determinar el nivel del gasto financiero que la Empresa debe cubrir, durante el periodo proyectado.
- Estos dos últimos valores sirven para encontrar la holgura de pago histórica al igual que el plazo requerido para amortizar el total de pasivos afectos al pago de intereses.
- Se elaboraron proyecciones para un periodo de diez trimestres para la emisión del sexto programa de papel comercial.
- Los principales actores de ventas de la actividad “Elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal” están dados por industrias como La Fabril S.A., con ingresos de actividades ordinarias de US\$473 millones en el año 2013, incluyendo ingresos por rubros distintos a aceites; Industrial Danec S.A. con US\$239.2 millones; Industrias Ales C.A. con US\$218.9 millones; Extractora y Procesadora de Aceites EPACEM S.A. con US\$61.2 millones, entre las principales; siendo La Fabril S.A. el líder del mercado, específicamente en los segmentos de aceites comestibles, margarinas y mantecas de panificación, jabones de lavar y detergente líquido, siendo un competidor dominante.
- Los ingresos se originan de los tres principales segmentos del Emisor: Aceites y grasas (75%), Higiene y cuidado personal (24%) y el rubro Otros. Las tasas de crecimiento empleadas en el modelo proyectado derivan de la observación de la evolución del crecimiento histórico de cada una de las líneas que maneja La Fabril S.A.
- El costo de ventas se calcula a partir de la relación histórica del último año, de la relación de los costos con los ingresos que fue de 76.5%, cuya tasa se aplica a los ingresos proyectados.
- Los gastos operacionales se calculan en base a la relación respecto a sus ingresos del último periodo anual, acorde a la situación actual del negocio, el cual resultó en 15.34%, la misma que se aplica a los ingresos proyectados.
- Los pasivos afectados por el pago de intereses vigentes a la fecha de calificación, son los mismos presentados en el cálculo de la cobertura histórica que suman US\$127.23 millones conformadas en un 56% por el monto de saldo de capital de las emisiones vigentes (emisión de papel comercial, emisión de obligaciones y titularización) y la diferencia por obligaciones con instituciones financieras.
- La holgura de pago de cada ejercicio se analiza en el tiempo para encontrar la capacidad de pago proyectada.
- El saldo de caja inicial afectada por los flujos operacionales y financieros encontrados en cada uno de los periodos proyectados permiten determinar el calce del flujo.
- Para el análisis de las perspectivas futuras, se parte de la información otorgada por la institución y se realizan ajustes con base en escenarios negativos del entorno lo que permite determinar el efecto de supuestos adversos en la rentabilidad futura de la Empresa.

8.2. Solvencia Proyectada del Emisor

Las proyecciones para determinar la Cobertura Financiera de La Fabril S.A. se realizaron para un período de 10 Trimestres para el Papel Comercial, aun cuando la cobertura proyectada promedio se calculó tomando los flujos y gastos financieros de seis trimestres, considerando las actuales perspectivas macroeconómicas del país, finalmente la Cobertura Proyectada de Gastos Financieros fue de 6.77 para el Sexto Programa de Emisión de Papel Comercial.

9. Análisis de la Capacidad de Pago Proyectada

De acuerdo a la metodología expuesta en el numeral 8.1, de este informe, los eventos desfavorables incluidos en el Análisis de Sensibilidad y sus respectivas fluctuaciones para la determinación de la solvencia histórica y esperada de La Fabril S.A., se presentan a continuación:



Evento por Trimestre	Esc. Base	Esc. N° 1	Esc. N° 2
Crecimiento División Aceites y Grasas	8.00%	6.00%	4.00%
Crecimiento División Higiene y Cuidado Personal	15.00%	12.50%	10.00%
Margen de Ventas	23.48%	22.90%	22.31%
Relación Gastos de Operación / Ingresos	15.34%	15.73%	16.11%
Cobertura Proyectada Promedio ⁵	6.77	5.54	4.56

10. Asignación de la Categoría Corregida

En función del análisis de los indicadores financieros adicionales, factores adicionales de riesgo cualitativo, con una Cobertura Proyectada de Gastos Financieros de **6.77**, y la sensibilización de escenarios, se asigna a la emisión del Sexto Programa de Papel Comercial de **LA FABRIL S.A.** la **Categoría Corregida de "AAA-"**.

11. Calificación Preliminar

La Calificación preliminar corresponde al análisis de la capacidad de pago esperada en escenarios desfavorables e independientes, los cuales dieron como resultado que no difieren en ningún caso más de una categoría de la encontrada en el análisis base, por los factores anteriormente expuestos se otorga a la emisión del Sexto Programa de Papel Comercial de **LA FABRIL S.A.** la Calificación Preliminar de **"AAA-"**.

12. Calificación Final

12.1 Garantía y Resguardos

El Sexto Programa de Papel Comercial está respaldado con Garantía General, en los términos señalados en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores, (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus Reglamentos, la cual establece, que es la totalidad de los activos libres de gravamen menos las deducciones descritas en el Art. 2 de la Sección I, Capítulo IV, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, sobre el saldo obtenido se calcula el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir. *Basados en el Certificado de Activos Libres de Gravamen proporcionado por la compañía, a Enero de 2015 La Fabril S.A. cumple con la garantía general establecida en la LMV.*

Así también, la estructura de emisión de corto plazo incluye los resguardos previstos en el Art. 3, Sección I, Capítulo IV, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, vigentes a la fecha de la calificación de riesgo inicial, consistentes en:

1. a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, b) Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras estén en mora las obligaciones; y,
3. Mantener la relación de obligaciones en circulación sobre los activos libres de gravamen.

Respecto al inciso 1, cabe indicar que a Enero de 2015 La Fabril S.A. mantiene un índice de liquidez mayor a uno y sus activos reales sobre los pasivos también permanecen en un nivel mayor a la unidad.

Respecto del Art. 9, Capítulo I, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, el conjunto de valores en circulación de los procesos de emisión que mantiene La Fabril S.A. no superan el 200 % de su patrimonio, siendo a la fecha de corte a enero de 2015, incluido el monto del sexto programa de emisión de papel comercial, del 66.43%.

Las consideraciones efectuadas sobre la calidad de los activos que respaldan el sexto programa de

⁵Cobertura obtenida posterior a la aplicación de la metodología de calificación



emisión de papel comercial y su capacidad de ser liquidados y si dichos activos incluyen cuentas por cobrar a empresas vinculadas, a las que hacen referencia el numeral 1.8 y 1.9 del Art. 18, Sección IV Calificación de riesgo, Capítulo III, Subtítulo IV de la Codificación de Resoluciones, se ha realizado conforme a información proporcionada por La Fabril S.A., entre éstas los Estados Financieros Auditados por la firma Deloitte & Touche Ecuador Cía. Ltda., con número de registro SC-RNAE 019 - y se exponen a continuación:

- Los activos totales de La Fabril S.A. al corte de Enero de 2015 ascendieron a US\$330.69 millones, de los cuales, el Emisor indica que US\$155.98 millones se encuentran gravados. Sobre el total de dichos activos podemos informar que:
 - US\$9.9 millones corresponden a activos de alta liquidez (Caja y Bancos) que se encuentran en las principales entidades financieras locales y del exterior, las cuales están disponibles y no existe restricción alguna que limite su uso.
 - US\$38.9 millones son Cuentas por Cobrar Comerciales (locales y del exterior); considerando el total de la cartera por cobrar a clientes, se estima que el 76% se encuentra dentro de los plazos establecidos, acorde a los plazos estimados; sin embargo el 24% restante, se encuentra vencida de los cuales el 76% corresponde a vencimientos de hasta 30 días, 14% de 31 a 180 días y el 10% restante con vencimientos mayores a 181 días; a pesar de lo mencionado se muestra que La Fabril S.A. tienen una elevada capacidad de recuperación, además dentro de sus políticas se prohíbe hacer despachos de clientes que estén en mora. Sus principales clientes son supermercados, procesadoras de alimentos y fabricantes de productos de cuidado personal líderes en el mercado local.
 - El rubro Inventariado asciende a US\$76.31 millones, de los cuales US\$46.36 millones se encuentran preñados y corresponden a materia prima (66%) y producto terminado (34%), la diferencia de US\$29.9 millones está conformado por materiales, herramientas y suministros con una participación del 58%, Semi elaborados con 41% y el 1% restante por Otros.
- Las Cuentas por Cobrar a Compañías Relacionadas Corriente suman un monto de US\$23.87 millones, que representan créditos concedidos a entidades cuya actividad está relacionada con el giro del negocio, las mismas que no generan interés y no tienen fecha específica de vencimientos.
- Las Cuentas por Cobrar Largo Plazo a Compañías Relacionadas suman un monto de US\$25.1 millones y corresponden principalmente al pago de proveedores e instituciones financieras a nombre de Manageneración S.A. por un monto de US\$11.9 millones, empresa que paralizó sus operaciones por comunicación escrita del Ministerio del Ambiente en octubre del año 2008, actualmente no se encuentra operativa ya que realizó una demanda por incumplimiento de contrato, en el caso que adjudiquen la sentencia favorable, este rubro sería cubierto. Otros rubros importantes son los otorgados a Extractora Rio Manso por un monto de US\$7.8 millones que representan créditos concedidos con vencimientos mensuales hasta junio de 2016 y devengan una tasa de interés del 8% anual, e Inmobiliaria del Oriente S.A., Inmoriec por la cesión de las acciones mantenidas en Agrícola El Piñon S.A., actualmente el saldo es de US\$4.5 millones y será cancelado en un plazo de 10 años con intereses anuales.
- US\$ 5.6 millones corresponden a cuentas por cobrar a Trabajadores por préstamos entregados por la compañía, los cuales son recuperados mediante descuentos en liquidación de nómina en un plazo menor a 12 meses y no generan intereses.
- US\$8.9 millones corresponden a Anticipos a Proveedores de Materia Prima y US\$2.5 millones a Cuentas por Cobrar Varias.
- US\$21.9 millones corresponden a Activos por Impuestos Corriente, que se amortizaran paulatinamente.
- US\$3.7 millones corresponden a Gastos Pagados por anticipado, que se amortizaran paulatinamente, acorde a las condiciones establecidas entre las partes.
- El total de las Propiedades, Planta y Equipos es de US\$ 99.6 millones, de los cuales están gravados US\$96.1 millones. Principalmente corresponden a Terrenos, Edificio y Maquinarias y Equipos.
- Loa Activos Intangibles suman un monto de US\$4.0 millones, los cuales están gravados en su totalidad y representan el costo de las marcas comerciales adquiridas a Unilever en el



año 2003.

- El rubro de Inversiones por un monto de US\$8.3 millones corresponde principalmente a las Inversiones realizadas en Extractora Monterrey (US\$7.5 millones) las mismas que se encuentran gravadas.

Dada la información mencionada, los miembros del Comité de Calificación consideraron que tanto las garantías como los resguardos de Ley, de los títulos valores objeto de calificación, se presentan conforme los términos de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus normas complementarias.

12.2 Calificación Final

Las condiciones presentes del entorno abren grandes oportunidades para La Fabril S.A. dado el posicionamiento que tiene en los mercados que compete. El nivel de ingresos que alcanza le permite generar, gracias a una eficiente gestión administrativa, un nivel de efectivo libre suficiente para cubrir con amplia holgura los egresos debidos por las obligaciones que componen su estructura de capital, incluido entre éstas a los títulos de corto plazo por colocar.

El Comité de Calificación, luego de analizar los factores de riesgo tanto cuantitativos como cualitativos considerados en la Calificación Preliminar, al igual que las características propias del instrumento en cuanto hace relación a los mecanismos de garantía y resguardo que incluye, se pronuncia en base a las potestades que le otorga los artículos 5 y 6 del Título II, Subtítulo IV, Capítulo III, Sección III, de la Codificación de Resoluciones de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero), por asignar a la Sexta Emisión del Programa de Papel Comercial de LA FABRIL S.A. en la categoría de riesgo de "AAA".

13. Hechos Posteriores

Entre el 31 de Enero de 2015 y la fecha de emisión del presente informe de calificación de riesgo no se produjeron eventos que, en opinión de la Administración de la Compañía, pudieran tener un efecto significativo sobre la calificación de riesgo.

Declaración de Independencia

Dando cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero), a nombre de la Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana SCRL S. A., y en mi condición de representante legal de la empresa, declaro bajo juramento que ni la calificadora de riesgo, ni sus administradores, miembros del Comité de Calificación, empleados en el ámbito profesional, ni los accionistas, se encuentran incurso en ninguna de las causales previstas en los literales del mencionado artículo.

Además, cabe destacar que la calificación otorgada por la Calificadora a la VI Emisión de Papel Comercial de La Fabril S.A., no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Ing. Pilar Panchana Ch.

Gerente General

Marzo 2015

INDICE

PRESENCIA BURSATIL	2
FUNDAMENTACIÓN	3
1. Características de la Emisión de Papel Comercial.....	4
2. Calificación de la Información	4
3. Análisis de la Solvencia Histórica del Emisor (Capacidad de Pago Histórica).....	7
4. Evaluación de los Riesgos de la Industria	7
5. Asignación de la Categoría Básica de Riesgo.....	16
6. Indicadores Adicionales de la Situación Financiera del Emisor (ANEXO 2)	16
6.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia.....	16
6.2. Estructura Financiera y Endeudamiento Patrimonial	19
6.3. Capacidad de Generación de Flujo y Cobertura	21
6.4. Calce de Flujos	22
7. Análisis de Factores Adicionales de Riesgo Cualitativo.....	22
7.1. Posición de la Empresa en su industria.....	22
7.2. Características de la Administración y Propiedad.....	27
7.2.1. Estructura Accionarial	27
7.2.2. Procesos Internos.....	28
7.2.3. Gobierno Corporativo.....	29
7.2.4. Tecnología de la Información	29
7.2.5. Eventos Externos	30
7.2.6. Riesgo legal	30
7.2.7. Riesgo de Reputación.....	31
8. Análisis de la Capacidad de Pago Esperada de la Empresa.....	31
8.1. Parámetros empleados para la Proyección (ANEXO 3)	31
8.2. Solvencia Proyectada del Emisor	32
9. Análisis de la Capacidad de Pago Proyectada	32
10. Asignación de la Categoría Corregida	33
11. Calificación Preliminar.....	33
12. Calificación Final.....	33
12.1 Garantía y Resguardos	33
12.2 Calificación Final.....	35
13. Hechos Posteriores	35
Declaración de Independencia	35
ANEXOS	