

Industrias de Aceite S.A.

Informe con Estados financieros al 31 de diciembre del 2010		Fecha de Comité: 31 de Marzo de 2011
Cecilia Terán Morales	(591-2) 2124127	cteran@ratingspcr.com
Andrés Salinas San Martín	(591-2) 2124127	asalinas@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Calificado			Calificación PCR	Equivalencia ASFI
Pagarés Bursátiles IASA- Emisión 1				
Serie	Monto en (USD)¹	Plazo		
Serie A	10.000.000	240 días	B1-	N-1
Serie B	10.000.000	270 días	B1-	N-1
Serie C	10.000.000	330 días	B1-	N-1
Total de la emisión	30.000.000			

Significado de la Calificación PCR

Categoría B1-: Emisiones con alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez son fuertes y están respaldados por buenos factores de protección fundamentales. Los factores de riesgo son muy pequeños.

La B se refiere a calificaciones locales en Bolivia. Mayor información sobre las calificaciones podrá ser encontrada en www.ratingspcr.com

Significado de la Calificación ASFI

Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos valores que cuentan con una alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa, ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.

La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni un aval o garantía de una emisión o su emisor; sino un factor complementario para la toma de decisiones de inversión.

"La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos."

¹ Mediante Resolución ASFI N° 036/2011 de 25 de enero de 2011, la ASFI determinó la cancelación de la autorización de oferta pública de los Pagarés Bursátiles Serie "A" en un 25%, Serie "B" en un 100% y Serie "C" en un 100%, debido a que los recursos no fueron destinados a capital de operación y fueron destinados a recambio de pasivos. Cabe señalar que mantendrá vigente la autorización de oferta pública de los Pagarés Bursátiles que habían sido colocados (Serie "A": USD 7.500.000.-)

Racionalidad

Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A. en Sesión de Comité N°003 /2011 de 31 de marzo 2011 acordó por unanimidad otorgar la calificación de Nivel 1 (N-1) (equivalente a β_1 - según la simbología de calificación utilizada por PCR) a cada una de las series de la Emisión 1) a la Emisión 1 del Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles IASA de Industrias de Aceite S.A. (en adelante FINO).

Los principales puntos que sustentan la evaluación son los siguientes:

- **Las Diversas Líneas de Negocios de la Empresa.** La empresa posee cuatro líneas de negocio, pero cerca del 65,22% de las ventas están concentradas en la línea de molienda y el 26,50% están concentradas en la línea de masivos. Respecto a la línea de molienda ésta produce y vende productos derivados de la soya y del girasol tanto en el mercado interno como en el externo; sin embargo, el grueso de los ingresos en esta línea se explica por las exportaciones de aceites y harinas de soya y girasol.

Por el lado de la línea de masivos, la empresa comercializa 4 productos (aceites, mantecas, margarinas y jabones), los cuales poseen diferentes marcas en el mercado local. En la línea de masivos, se debe precisar que también se realiza ventas al mercado externo. Adicionalmente, la empresa posee una línea de distribución el cual se encarga de la comercialización de los productos que produce FINO, así como productos de terceros.

- **Ventas de la Línea de Molienda.** En esta línea se debe mencionar que las ventas que realiza la empresa son colocadas en su totalidad, tanto en el mercado interno como externo, debido a que comercializa un *commodity* (aceites y harinas de soya y girasol) con alta demanda en el mercado. Asimismo, en esta línea la empresa posee una diversidad de clientes que se encargan de colocar los productos, principalmente, en países sud y centro americanos.
- **Diversificación de las Ventas de la Empresa por País.** La empresa diversifica sus ventas en países a través de las exportaciones de sus productos, tanto en molienda como en masivos. Sin embargo, cambios en las regulaciones en dichos países podrían afectar el nivel de ventas de la empresa; no obstante, la empresa posee una variedad de clientes con lo cual podría negociar las ventas que pudiera perder en un país. Entre los principales países donde la empresa destina sus productos son: Chile, Perú, Ecuador, Venezuela; Colombia, entre otros.
- **Liderazgo de Mercado en los Productos de la Línea Masivos.** La empresa posee una serie de productos en esta línea de negocio cuyas marcas cuentan con una trayectoria de años en el mercado boliviano (FINO se encuentra entre las 10 primeras empresas "Top of Mind" de Bolivia), lo cual le ha permitido obtener un indiscutible liderazgo en todos los productos que comercializa. Asimismo, este liderazgo le permite a la empresa comercializar sus productos a un precio mayor al promedio del mercado.
- **Canal de Comercialización.** La empresa posee un extenso canal de comercialización que le permite llegar casi a la totalidad del territorio boliviano para la venta de sus productos. Cabe señalar que debido a la llegada que tiene la empresa a los principales puntos de venta, en los últimos años ha podido incorporar en su comercialización productos de terceros.
- **Abastecimiento de Materia Prima.** La empresa se provee de materia prima a través de los agricultores locales de la zona de Santa Cruz con los cuales existen una relación comercial de años y existen acuerdos de financiamiento con los mismos por parte de la empresa para las respectivas campañas de producción. De esta manera, la empresa mitiga el riesgo de no tener proveedores de soya y girasol para su producción.
- **Factores Climatológicos.** En el año 2008, sucedió un evento inusual que perjudicó la cosecha de soya en Santa Cruz dado que los campos dedicados a la producción del mismo se inundaron; sin embargo, este hecho benefició a la producción de girasol que atenuó la menor producción de la empresa. Para los próximos periodos, no se estima que eventos de igual magnitud volvieran a ocurrir, pero el factor climatológico se mantiene como un riesgo latente.
- **La Exposición de la Empresa a la Volatilidad de los Precios Internacionales de su Principal Materia Prima.** La principal materia prima de la empresa es la soya que al ser considerada un *commodity* está expuesta a variaciones significativas en su cotización, lo cual se relaciona directamente con los costos e ingresos de la empresa y por ende en su generación de caja.
- **Instrumentos Derivados.** La empresa utiliza coberturas para el 70% - 80% de sus ventas totales con la finalidad de mitigar las caídas en los precios de los *commodities* que comercializa. La empresa es asesorada en el tema de las coberturas por la empresa relacionada Alicorp de Perú, la cual cuenta con un área especializada en la gestión de sus materias primas.
- **Exposición al Riesgo Cambiario.** Las ventas de la empresa se realizan tanto en dólares como en bolivianos (mercado local), mientras que la compra de su materia prima lo realiza en dólares, por lo cual puede existir descalces de moneda entre una transacción y otra, lo que le podría originar pérdidas a la empresa; sin embargo, como la misma es la líder en la línea de masivos, esto le da una ventaja ante sus competidores al momento de establecer precios, lo que mitigaría en parte el riesgo cambiario.

- **Aumento de competencia.** El Emisor enfrenta actualmente un nivel de competencia significativo en los países en los cuales vende sus productos. Durante los últimos años, el incremento en los precios internacionales de los aceites y harinas de soya y girasol se han traducido en la eliminación de las ventajas arancelarias que otorgaban los países de la Comunidad Andina de Naciones a las exportaciones bolivianas.
- **Riesgo País.** La exposición de la empresa al elevado riesgo del contexto económico, político y social, producto de futuras medidas políticas del actual gobierno de turno que podrían atenuar el crecimiento de las ventas de la empresa para los próximos años.
- **Regulación del Sector:** El Decreto Supremo N° 29524 por el cual se autoriza la exportación de aceite, previa verificación de suficiencia de abastecimiento en el mercado interno a precio justo, originó que la empresa obtenga demoras en la obtención de los permisos de exportación de los productos derivados de la molienda de soya y girasol. Estas demoras pueden ser de dos a seis meses por lo que las ventas de exportación de la empresa se ven perjudicadas.
- **La Evolución de los Indicadores de Liquidez.** Los indicadores de liquidez de la empresa a lo largo del periodo de análisis siempre se han encontrado calzados, alcanzando en septiembre de 2010 un ratio de liquidez general de 2,66 veces. A ello, se debe comentar que los activos de la empresa se encuentra concentrados en el corto plazo (inventarios y cuentas por cobrar) dado el giro de negocio de la misma, el cual cubre en su totalidad a los pasivos totales de la empresa.
- **Generación de EBITDA².** El EBITDA a 12 meses de la empresa ascendió a Bs 244,86 millones al mes de Diciembre 2010 (Bs 173,88 millones en el 2009) y generó los siguientes indicadores: i) Cobertura (EBITDA / Gastos Financieros) de 11,24 veces (4,14 veces en el 2009), considerados aceptables para el cumplimiento en el pago de intereses de la empresa; y ii) Solvencia (Deuda Financiera / EBITDA) con un nivel de 2,16 años (4,34 años en el 2009), el cual indica que FINO pagaría el total de sus obligaciones financieras en aproximadamente a 2,16 años. Cabe indicar que PCR mantendrá cautela y a la vez seguimiento permanente de dichos indicadores.
- **Indicador de Endeudamiento.** El indicador de endeudamiento de la empresa (Pasivos Totales / Patrimonio) se ha mantenido históricamente en un nivel promedio de 1,50 veces; sin embargo, al mes de Diciembre 2010 éste fue de 1,14 veces producto del mayor patrimonio del periodo.
- Capacidad de pago de la empresa en base a los supuestos que sustentan las proyecciones financieras.
- **Programa de Emisiones Pagarés Bursátiles.** Este programa serán destinados a financiar capital de operación de la empresa, la inserción de estos pagarés modificarán la deuda de corto plazo de la empresa, de este modo la empresa podrá obtener las ventajas de tener una deuda de corto plazo con costos de deuda menores, tipos de interés nominales más bajos y el hecho de exponerse a menor riesgo.
- **Covenants en la Emisión de Pagarés Bursátiles.** Los covenants financieros establecidos en la presente emisión son los siguientes: a) Relación de Cobertura de Servicio de Deuda (RCD) mayor o igual a 2,5 , b) Relación de Deuda sobre Patrimonio (RDP) menor o igual a 2,2 , c) Razón Corriente (RC) mayor o igual a 1,15.
- Capacidad de pago de la empresa en base a los supuestos que sustentan las proyecciones financieras.

Información utilizada para la Calificación

1. Información financiera

- Los Estados Financieros utilizados cubren el período junio de 2006 (gestión 2005-2006) al 31 de diciembre 2010. El año fiscal (gestión) de FINO inicia en julio y concluye en junio del siguiente año.
- Estructura de Financiamiento.
- Evolución de las ventas mensuales.
- Proyecciones financieras.
- Estructura de costos y gastos.
- Detalle de las principales cuentas del activo, pasivo y patrimonio.

2. Información de las operaciones

- Estadísticas de producción y ventas en volumen.
- Información y estadísticas de mercado.
- Descripción del proceso productivo de la empresa y detalle de los productos que elabora y comercializa.

3. Perfil de la empresa

- Estructura accionaria y plana gerencial.

² EBITDA a 12 meses.

4. Otros

- Información Estadística de los sectores donde participa la empresa.
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de FINO del 29 de enero de 2009.
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de FINO del 3 de febrero de 2010.
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de FINO del 2 de agosto de 2010.
- Prospecto Marco del Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles IASA.
- Características de la Emisión.

Análisis Realizados

1. Análisis financiero histórico: Interpretación de los estados financieros históricos con el fin de evaluar la gestión financiera de la empresa, así como entender el origen de fluctuaciones importantes en las principales cuentas.

2. Análisis financiero proyectado: Evaluación de los supuestos que sustentan las proyecciones financieras, así como análisis de la predictibilidad, variabilidad y sensibilidad de la capacidad de pago de la empresa a diversos factores económicos.

3. Evaluación de la gestión operativa: La cual incluye una visita a las instalaciones de la empresa y entrevistas con las distintas áreas administrativas y operativas.

4. Análisis de hechos de importancia recientes: Evaluación de eventos recientes que por su importancia son trascendentes en la evolución de la institución.

5. Evaluación de los riesgos y oportunidades: Análisis de hechos (ciclos económicos, adquisiciones o expansiones de instalaciones o mercados, nuevos competidores, cambios tecnológicos, etc.), que bajo ciertas circunstancias, pueden incrementar o suavizar, temporal o permanentemente, el riesgo financiero de la empresa.

Instrumentos Calificados

1. Emisor: Industrias de Aceite S.A. (FINO S.A.), cuyo número de registro es ASFI/DSV-EM-FIN-109/2009, mediante Resolución de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero N° 089/2009, de fecha 11 de agosto de 2009. Y cuyo registro de emisión se encuentra en trámite.

2. Características del Programa de Emisiones:

Mediante Resolución ASFI/N°966/2010 de 22 de noviembre de 2010, la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, autorizó e inscribió en el Registro del Mercado de Valores de ASFI, el "Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles IASA" de Industrias de Aceite S.A., bajo el número de registro ASFI/DSV-PED-FIN-010/2010.

Denominación del PROGRAMA	Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles IASA
Monto total del PROGRAMA	US\$ 30.000.000,00 (Treinta 00/100 Millones de Dólares de los Estados Unidos de América)
Plazo del PROGRAMA	Setecientos veinte (720) días computables a partir del día siguiente hábil de emitida la Resolución por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero ("ASFI"), aprobando el Programa de Emisiones
Denominación, Monto y Moneda de cada emisión	La denominación y el monto de cada emisión comprendida dentro del Programa de Emisiones serán determinados por el Gerente General y el Gerente Administrativo Financiero de Industrias de Aceite S.A. ("IASA" o la "Sociedad"). El monto de las emisiones comprendidas dentro del Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles podrá ser expresado en Dólares de los Estados Unidos de América, en Bolivianos, en Bolivianos con mantenimiento de valor con relación a las Unidades de Fomento a la Vivienda (UFV) o en Bolivianos con mantenimiento de valor con relación al dólar de los Estados Unidos de América, según determinen el Gerente General y el Gerente Administrativo Financiero de la Sociedad. Para efectos del cálculo del monto autorizado del Programa de Emisiones y de que el monto autorizado de cada emisión no sobrepase el monto máximo autorizado, en el caso de Bolivianos se utilizará el tipo de cambio de compra publicado por el Banco Central de Bolivia y en el caso de Bolivianos con mantenimiento de valor con relación

	a las UFV se utilizará el tipo de cambio publicado por el Banco Central de Bolivia en la fecha en que el Gerente General y el Gerente de Administración y Finanzas determinen el monto de cada emisión.
Fecha de Emisión	La fecha de emisión de cada Emisión de Pagarés será determinada por el Gerente General y el Gerente Administrativo Financiero de la Sociedad
Modalidad de Otorgamiento y Plazo de la Emisión	El Emisor expedirá pagarés bursátiles a fecha fija. El plazo de cada emisión será determinado por el Gerente General y el Gerente Administrativo Financiero de la Sociedad y en ningún caso podrá exceder los trescientos sesenta (360) días calendarios, computables a partir de la fecha de cada Emisión.
Valor Nominal	El valor nominal de los Pagarés Bursátiles comprendidos dentro del Programa de Emisión de Pagarés Bursátiles será determinado por el Gerente General y el Gerente Administrativo Financiero de la Sociedad para cada emisión.
Precio de colocación	El precio de colocación de los Pagarés Bursátiles comprendidos dentro del Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles será mínimamente a la par de su valor nominal.
Plazo de cada Emisión	El plazo de pago de capital y pago de intereses de cada emisión comprendida dentro del Programa de Emisiones de Pagares Bursátiles serán determinados por el Gerente General y el Gerente Administrativo Financiero de la Sociedad
Forma de representación de los Valores del PROGRAMA	Los pagarés comprendidos dentro del Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles serán desmaterializados, representados mediante Anotación en Cuenta, en la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A., ubicada en la Calle 20 de Octubre, esquina calle Campos, Edificio Torre Azul, piso 12 de la ciudad de La Paz, de acuerdo a regulaciones legales vigentes.
Series, Monto de cada Serie, Número de Valores y Numeración	Las emisiones comprendidas dentro del Programa de Emisión de Pagarés Bursátiles podrán tener varias series. El número de series en las que se dividirá cada emisión y el monto de cada serie serán determinados por el Gerente General y el Gerente Administrativo Financiero de la Sociedad. La sumatoria del monto de cada serie no podrá exceder el monto total de la emisión a las que éstas correspondan. Para determinar el número de Pagarés Bursátiles que conformarán cada serie, se dividirá el monto de la serie por el valor nominal de los Pagarés Bursátiles que la conforman.
Forma, lugar y plazo para el pago del Capital y el pago de los intereses	<p>El pago de capital e intereses se realizará en la fecha de vencimiento de los pagarés bursátiles. En un plazo no mayor a diez (10) días calendario y no menor a un (1) día calendario antes de las fechas de vencimiento, la Sociedad realizará una publicación en un medio de prensa de circulación nacional, informando a los Tenedores de Pagarés que se realizarán los pagos correspondientes de capital e intereses.</p> <p>Los intereses se computarán a partir de la fecha de emisión de cada Emisión comprendida dentro del Programa y dejarán de generarse a partir de la fecha establecida para su pago. El cálculo para el pago de intereses será efectuado sobre la base del año comercial de trescientos sesenta (360) días.</p> <p>La fórmula para dicho cálculo es la siguiente:</p> $I = VN * \left(Ti * \frac{Pl}{360} \right)$ <p>Donde: I = Interés del Pagaré VN = Valor nominal del Pagaré</p>

	<p>Ti = Tasa de interés nominal PI = Plazo del Pagaré</p> <p>El pago de capital e intereses será realizado por el Agente Pagador. Los pagos serán realizados en el domicilio que sea definido por el Agente Pagador y por la Sociedad. El pago de capital e intereses serán realizados en la misma moneda de la Emisión, a partir de su fecha de vencimiento y de acuerdo con el siguiente procedimiento:</p> <p>a. En la Fecha de Vencimiento: El Capital e Intereses correspondientes se pagarán contra la presentación de la identificación y cumplimiento de los requisitos requeridos. En el caso de personas naturales se requiere la carta de autorización de pago. En el caso de personas jurídicas se requiere la carta de autorización de pago y poderes notariales (originales o copias legalizadas) de los Representantes Legales debidamente inscritos en el Registro de Comercio cuando corresponda, sin ser necesaria la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad (CAT)</p> <p>b. A partir del día siguiente de la fecha de vencimiento: El Capital e Intereses correspondientes se pagarán contra la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad (CAT), emitido por la EDV, además de la identificación respectiva para personas naturales, y la carta de autorización de pago, poderes notariales (originales o copias legalizadas) de los Representantes Legales cuando corresponda, debidamente inscritos en el Registro de Comercio, en el caso de personas jurídicas</p>
Forma de circulación de los Valores:	A la orden
Calificación de Riesgo	La calificación de riesgo de los pagarés dentro del Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles será realizada por empresas debidamente inscritas en el RMV de la ASFI. La contratación de la Empresa Calificadora de Riesgo para cada Emisión de Pagarés Bursátiles será definida por el Gerente General y el Gerente Administrativo Financiero de la Sociedad.
Destino de los fondos y plazo de utilización de los recursos	Los fondos serán utilizados para capital de trabajo.
Transferencia de los Pagarés Bursátiles	Como los Pagarés Bursátiles comprendidos en el Programa de Emisión serán representados mediante anotaciones en cuenta, la transferencia de los mismos se realizará de acuerdo a los procedimientos establecidos en la normativa legal vigente
Reemplazo de Valores	Por tratarse de Valores representados mediante anotaciones en cuenta, éstos no serán susceptibles de reemplazo
Plazo de colocación de cada Emisión dentro del PROGRAMA	El plazo máximo para la Colocación de la Emisión será de ciento ochenta (180) días calendario, computables a partir de la Fecha de Emisión. Una vez transcurrido este plazo, los pagarés no colocados habrán caducado y no tendrán valor alguno.
Tipo de interés	Los Pagarés Bursátiles comprendidos dentro del Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles devengarán un interés nominal, anual y fijo.
Tasa de Interés	La tasa de interés de cada Emisión será determinada por el Gerencia General y el Gerente Administrativo Financiero de la sociedad.
Forma de representación de los Valores	Los pagarés comprendidos dentro del Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles serán desmaterializados, representados mediante Anotación en Cuenta, en la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A., ubicada en la Calle 20 de Octubre, esquina calle Campos, Edificio Torre Azul, piso 12 de la ciudad de La Paz, de

	acuerdo a regulaciones legales vigentes. En caso de que los pagarés bursátiles comprendidos dentro del Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles IASA sean revertidos a títulos físicos, estos contendrán lo establecido por el artículo 592 del Código de Comercio y por la Normativa vigente aprobada por la ASFI.
Modalidad de Colocación	A mejor esfuerzo
Tipo de Bonos a emitirse	Pagarés obligacionales y redimibles a plazo fijo
Provisión para el Pago de Intereses y Capital	IASA será responsable del depósito de los fondos para el pago de capital e intereses. Los fondos deberán ser depositados en la cuenta que a tal efecto establezca el Agente Pagador, de forma que estos recursos se encuentren disponibles para su pago a partir del primer momento del día señalado para el verificativo.
Forma de colocación	Primaria Bursátil
Agente Colocador	Credibolsa S.A. Agencia de Bolsa Filial del Banco de Crédito de Bolivia S.A. realizará la colocación primaria de todos los pagarés bursátiles comprendidos dentro del Programa de Pagarés Bursátiles.
Representante Común de Tenedores de Pagarés Bursátiles	Según lo establecido por la Regulación para la Autorización e Inscripción en el Registro del Mercado de Valores de Emisiones de Pagarés para su Oferta Pública y Negociación Bursátil (Resolución Administrativa SPVS-IV-No. 149 de 3 de marzo de 2005), los tenedores de pagarés podrán designar en asamblea un representante común otorgándole las facultades correspondientes, vale decir, que la designación de un representante común no es obligatoria, sin embargo, los Tenedores de Pagarés Bursátiles podrán designar un representante común en cualquier momento durante la vigencia de la emisión. Asimismo, el Gerente General y el Gerente Administrativo Financiero de la Sociedad, podrán designar provisionalmente a un Representante Común de Tenedores”
Calificación de Riesgo	Las calificaciones de riesgo de las Emisiones de Pagarés serán realizadas por empresas debidamente inscritas en el RMV de la ASFI. La contratación de la Empresa Calificadora de Riesgo para cada Emisión será definida por el Gerente General y el Gerente Administrativo Financiero de la Sociedad.
Garantías Constituidas	Las Emisiones comprendidas en el Programa de Emisiones estarán respaldadas por una garantía quirografaria de la Sociedad, en los términos y alcances establecidos por el Código Civil.
Frecuencia y forma en que se comunicarán los pagos a los Tenedores de Bonos con la indicación del o de los medios de prensa de circulación nacional a utilizar	El pago de capital e intereses se realizará en la fecha de vencimiento de los pagarés bursátiles. En un plazo no mayor a diez (10) días calendario y no menor a un (1) día calendario antes de las fechas de vencimiento, la Sociedad realizará una publicación en un medio de prensa de circulación nacional, informando a los Tenedores de Pagarés que se realizarán los pagos correspondientes de capital e intereses.

3. Obligaciones y Compromisos de la Sociedad

Mientras no se haya procedido al pago total de los pagarés bursátiles de todas las emisiones dentro del Programa de Emisiones, la sociedad se sujetará a los siguientes compromisos y restricciones

3.1 Compromisos Positivos y negativos de la Sociedad

El Programa de Emisiones por parte de la Sociedad, presenta restricciones y obligaciones, mismos que se detallan en el Acta de la Junta Extraordinaria de Accionistas de 2 de agosto del 2010.

3.2 Compromisos Financieros

El nivel mínimo de la Relación de Cobertura de Servicio de Deuda, el nivel máximo de la Relación de Deuda sobre Patrimonio y el nivel mínimo de la Razón Corriente fijados por el Gerente General y el Gerente Administrativo Financiero para esta emisión de los siguientes pagarés bursátiles son los siguientes:

- a) Nivel mínimo de Relación de Cobertura de Servicio de Deuda ("RCD") de 2,50 veces.
- b) Nivel máximo de Relación de Deuda sobre Patrimonio ("RDP") de 2,20 veces.
- c) Nivel mínimo de Razón Corriente ("RC") de 1,15 veces.

Estas relaciones, así como también sus niveles mínimos y máximos podrán ser modificadas por la Asamblea de Tenedores de pagarés, a solicitud de la Sociedad. La Asamblea de Tenedores de pagarés no podrá negar, retrasar ni condicionar dicho consentimiento de manera no razonable cuando dicha modificación sea necesaria para el desarrollo de la Sociedad, pudiera resultar en un incremento en los ingresos de la Sociedad, o pudiera resultar en una disminución de los costos de la Sociedad. Las modificaciones deberán estar enmarcadas dentro de las prácticas comunes del sector de oleaginosas.

Dentro de un período de treinta (30) días calendario con posterioridad a la finalización de cada trimestre (Marzo, Junio, Septiembre, Diciembre), la Sociedad remitirá el cálculo de la RCD, la RDP y la RC, con sus correspondientes respaldos, al (los) Representante(s) de Tenedores, a la ASFI y a la Bolsa Boliviana de Valores S.A.

3.2.1 Metodología de Cálculo de la Relación de Cobertura de Servicio de Deuda (RCD)

La Relación de Cobertura de Servicio de Deuda (RCD) será calculada de la siguiente manera:

$$RCD = \frac{\text{Activo Corriente} + \text{EBITDA}}{\text{Amortización de Capital} + \text{Intereses}}$$

Donde:

- **Activo Corriente** es la suma de todas las cuentas presentadas como Activo Corriente en el Balance General de la Sociedad (neto de cualquier previsión presentada en el Balance General de la Sociedad).
- **EBITDA** es la suma acumulada durante el período de doce (12) meses anteriores a la fecha de cálculo, de la utilidad antes de impuestos, más depreciación, más amortización de cargos diferidos, más previsión para indemnizaciones (neta de pagos), más previsión para incobrables, más previsión de intereses por financiamiento, más otros cargos que no representan una salida de efectivo, según aparecen en los estados financieros de la Sociedad en la fecha de cálculo.
- **Amortizaciones de Capital** son las amortizaciones de capital de la deuda financiera neta de la Sociedad, que vencen durante el período de doce (12) meses siguientes a la fecha de cálculo.
- **Intereses** son los intereses por pagar por la deuda financiera neta de la Sociedad, durante el período de doce (12) meses siguientes a la fecha de cálculo.

3.2.2 Metodología de Cálculo de la Relación Deuda Sobre Patrimonio (RDP)

La Relación Deuda Sobre Patrimonio (RDP) será calculada de la siguiente manera:

$$RDP = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Donde:

- **Pasivo Total** es la suma de todas las cuentas presentadas como Pasivo Corriente y Pasivo No Corriente en el Balance General de la Sociedad en la fecha de cálculo.
- **Patrimonio Neto** es la diferencia entre el monto del activo total y el pasivo total que aparece en el Balance General de la Sociedad en la fecha de cálculo.

3.2.3 *Metodología de Cálculo de la Razón Corriente (RC)*

La Razón Corriente ("RC") cual será calculada de la siguiente manera:

$$RC = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Donde:

- **Activo Corriente** es la suma de todas las cuentas presentadas como Activo Corriente en el Balance General de la Sociedad (neto de cualquier previsión presentada en el Balance General de la Sociedad) en la fecha de cálculo.
- **Pasivo Corriente** es la suma de todas las cuentas presentadas como Pasivo Corriente en el Balance General de la Sociedad en la fecha de cálculo."

4. Caso fortuito, fuerza mayor o imposibilidad sobrevenida.

La Sociedad no será considerada responsable por incumplimientos en el pago de capital o intereses que sean motivados por caso fortuito, fuerza mayor o imposibilidad sobrevenida. Los detalles de que se entiende como caso fortuito se detallan en la Junta de Accionistas de 2 agosto del 2010.

4.1 Representante Común de Tenedores

Según lo establecido por la Regulación para la Autorización e Inscripción en el Registro del Mercado de Valores de Emisiones de Pagarés para su Oferta Pública y Negociación Bursátil (Resolución Administrativa SPVS-IV-Nº 149 de 3 de marzo de 2005), no será necesaria la designación de un Representante Común de los Tenedores. Sin embargo, los Tenedores de Pagarés Bursátiles podrán designar un representante común en cualquier momento durante la vigencia de la emisión.

5. Asambleas de Tenedores de Pagarés Bursátiles

Las normas relativas a las convocatorias, el quórum y las mayorías necesarias para las decisiones de la Asamblea General de Tenedores de Bonos, se detallan en el Acta de la Junta Extraordinaria de Accionistas de 2 de agosto de 2010.

6. Protección de Derechos

La omisión o demora en el ejercicio de cualquier derecho, facultad o recurso reconocido al Representante Común de Tenedores de Pagarés Bursátiles, si éste fuese designado por los Tenedores de Pagarés Bursátiles, o a la Asamblea de Tenedores respecto a cualquier característica, condición o derecho que emane de las emisiones comprendidas dentro del Programa de Emisiones, no significará la renuncia a dicho derecho, facultad o recurso, ni tampoco se interpretará como un consentimiento o renuncia al mismo, ni las acciones o aceptación tácita del Representante Común de Tenedores o de los Tenedores de Pagarés.

7. Arbitraje

En caso de discrepancia entre la Sociedad y el Representante Común de Tenedores de Pagarés Bursátiles y/o los Tenedores de Pagarés Bursátiles respecto de la interpretación de cualesquiera términos y condiciones, que no pudieran haber sido resueltas amigablemente, serán resueltas en forma definitiva mediante arbitraje ante el Centro de Conciliación y Arbitraje Comercial de CAINCO, de acuerdo a sus reglamentos y con sede en la ciudad de Santa Cruz de la Sierra, en el marco de la Ley No. 1770 de Arbitraje y Conciliación, a las disposiciones reglamentarias y las modificaciones o complementaciones que se efectúen por cualquier otra disposición legal.

Características de la Emisión 1 comprendida dentro del Programa

Mediante nota ASFI/DSV/R-122481/2010 de 22 de noviembre de 2010, la ASFI procedió a la autorización de la oferta pública y la inscripción en el Registro del Mercado de Valores de ASFI de los "Pagarés Bursátiles IASA – Emisión 1" dentro del Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles IASA. Las características de esta emisión se detallan a continuación:

Denominación de la Emisión	"Pagarés Bursátiles IASA – Emisión 1" dentro del Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles IASA.
Moneda de la Emisión	Dólares de los Estados Unidos de América.
Monto total de la Emisión	US\$ 30.000.000 (Treinta millones 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América), estructurado en tres series.
Forma de Pago del Capital y el pago de los intereses	El pago de capital e intereses se realizará en la fecha de vencimiento de los Pagarés Bursátiles.
Procedimiento de Colocación Primaria	Bursátil en la Bolsa Boliviana de Valores S.A. La colocación se realizará inicialmente de la Serie "A", una vez finalizada la totalidad de esa serie, recién se continuará con la colocación de la Serie "B", una vez finalizada la totalidad de esa serie, recién se continuará con la colocación de la Serie "C".
Garantía	Las Emisiones comprendidas en el Programa de Emisiones estarán respaldadas por una garantía quirografaria de la Sociedad, en los términos y alcances establecidos por el Código Civil.
Calificaciones de Riesgo	Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A. (PCR): N-1 Fitch Rating Ltd.: N-1
Destino de los fondos y plazo de utilización	Los recursos obtenidos mediante la colocación de los Pagarés Bursátiles, estarán destinados a Capital de Trabajo. La aplicación de los fondos obtenidos de la Emisión será de 180 días computables desde la fecha de finalización de la colocación primaria.
Fecha de emisión de los Pagarés Bursátiles	24 de noviembre de 2010.
Representante Común de Tenedores de Pagarés Bursátiles	Mercantil Santa Cruz Agencia de Bolsa S.A.
Agente Pagador	Credibolsa S.A. Agencia de Bolsa Filial del Banco de Crédito de Bolivia S.A.
Redención Anticipada	Industrias de Aceite S.A. podrá realizar redenciones anticipadas de los Pagarés Bursátiles IASA – Emisión 1 a través de compras en el mercado secundario siempre que éstas se realicen acorde a lo que determina el artículo 567 del Código de Comercio. Cualquier decisión de redimir los Pagarés Bursátiles IASA – Emisión 1 a través del mercado secundario deberá ser comunicada como Hecho Relevante y a más tardar al día siguiente de conocido el mismo a la ASFI, a la BBV y al Representante Común de Tenedores de Pagarés. Asimismo, la Sociedad informará a la EDV de cualquier redención anticipada realizada.

Fuente: Industrias de aceite S.A. / Elaboración: PCR

Asimismo, la emisión "Pagarés Bursátiles IASA – Emisión 1" dentro del Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles IASA., tiene las siguientes características:

Cuadro 1: Características							
Series	Clave de Pizarra	Monto Series	Valor nominal	Número de Valores	Tasa Nominal de Interés	Plazos	Fecha de Vencimiento
A	FIN-PB1-E1A	USD 10.000.000	USD 1.000	10.000	1,02%	240 días	22 de julio de 2011
B	FIN-PB1-E1B	USD 10.000.000	USD 1.000	10.000	1,10%	270 días	21 de agosto de 2011
C	FIN-PB1-E1C	USD 10.000.000	USD 1.000	10.000	1,20%	330 días	20 de octubre de 2011
Total		USD 30.000.000		30.000			

Fuente: Industrias de aceite S.A. / Elaboración: PCR

Los pagos de Capital e intereses se realizarán de acuerdo al siguiente Cronograma:

Cuadro 2: Cronograma de Pago de la Emisión							
		POR CADA PAGARÉ BURSÁTIL			TODA LA EMISIÓN		
Serie	Fecha	Capital	Interés	Total	Capital	Interés	Total
A	22/07/2011	1.000,00	6,80	1.006,80	10.000.000,00	68.000,00	10.068.000,00
B	21/08/2011	1.000,00	8,25	1.008,25	10.000.000,00	82.500,00	10.082.500,00
C	20/10/2011	1.000,00	11,00	1.011,00	10.000.000,00	110.000,00	10.110.000,00
					30.000.000,00	260.500,00	30.260.500,00

Reseña

La empresa fue fundada por la familia Said en Cochabamba el 15 de Febrero de 1944 con el nombre de Compañía Agroindustrial del Oriente S.A. con el objetivo de utilizar materia prima nacional para la elaboración de aceites que sustituyeran a los importados, que hasta ese entonces, habían creado hábitos e imagen de productos prácticamente infranqueables. La materia prima que utilizaron para la fabricación de aceites fue en su origen la pepita de algodón. En 1954, la empresa vendió el primer aceite con marca FINO, que tenía el reto de desalojar el hábito de consumir únicamente aceites argentinos. Desde esa fecha, FINO se constituyó como el sinónimo de Industrias de Aceite S.A. Para ese entonces, el volumen producido y comercializado por la empresa era de 6 TM mensual.

En la décadas del 70, el grupo SAID vendió la empresa al Grupo Romero, quien en esos momentos habían tenido una mala experiencia con el tema agrícola en Santa Cruz; sin embargo, el Grupo apostó por el desarrollo de esta industria en la zona. En esa década, la planta de refinación de aceites se mantuvo en Cochabamba, mientras que las prensas y máquinas de extracción se trasladaron a Warnes (Santa Cruz de la Sierra). De esta manera, en la década de los 70's, FINO tenía una capacidad de extracción de 100 TM por día y se comenzó a utilizar la soya como principal generador de aceite comestible y con ello la dependencia de productos y aceites importados de Argentina comenzó a disminuir. En el año 1977, la empresa instaló su planta de hidrogenación para la elaboración de mantecas vegetales, siendo las principales marcas de manteca Karina y Gordito. A finales de los 70's la empresa lanzó al mercado la margarina Regia, el cual es el único producto fabricado nacionalmente.

En los 80's, la empresa inició esfuerzos de mejoramiento en procesos de calidad para competir en el mercado externo instalando para ello una planta de extracción por solventes (Crown) de una capacidad de 400 TM por día. A inicios de la década de los 90's, la empresa ya producía aproximadamente 2.000 TM mensuales de refinados, lo cual le permitió competir en mercados internacionales tales como el norte de Chile y el Sur de Perú.

Para ese tiempo se cambió la presentación del producto y esta vez contaba con embases de PVC; sin embargo, a finales de la década se introdujo un nuevo envase, el PET. Las mejoras realizadas en la década tanto en tecnología como en presentación del producto, permitió a la empresa ingresar a otros mercados internacionales como Chile, Colombia y Venezuela, llegando a procesar hasta 6.000 TM por mes (en el año 1996 se instaló una planta adicional de extracción por solventes –Tecnal– con una capacidad de 800 TM por día) . En el año 2006, la empresa incrementó su capacidad de

extracción en 700 TM por día (capacidad actual de la planta Tecnal de 1.500 TM por día) e inició una etapa de inversiones en los centros de acopio de materia prima.

Asimismo, la empresa desarrolló en el campo agrícola la introducción de semillas de girasol (desarrollo y mejoramiento), los cuales se adecúan mejor a las características de los suelos de Santa Cruz, obteniendo un aceite de mejor calidad.

Los subproductos de la soya, conocidos como torta o harinas juegan actualmente en la empresa un rol importante en el desarrollo de la ganadería y especialmente de la avicultura andina y nacional. La producción de estas harinas de soya y girasol es tan significativa que las necesidades del mercado local son cubiertas con menos del 10% de la producción total de la empresa, destinando el 90% al mercado externo, lo cual significa cerca del 50% de los ingresos totales de la empresa. De esta manera, el negocio principal de la empresa es la molienda y en menor medida es la fabricación y comercialización de productos de consumo masivo.

La empresa actualmente cuenta con la certificación ISO 9000 y trabaja con el sistema SAP, el cual le permite mejorar la eficiencia operativa de la empresa.

Accionistas, Directorio y Gerencia

FINO es una empresa constituida por 254.400 acciones con un valor nominal de Bs 1.000 de los cuales el 74,00% de ellas se encuentran en poder de Urigeler International S.A.; y el 25,00%, en poder de Trident Investment Co. Inc. La estructura accionaria y el detalle de los directores de la empresa se presentan en los siguientes cuadros:

Cuadro 3: Accionistas		
Nombre	Participación	Cantidad
Urigeler International S.A.	74,00%	1.882
Trident Investment Co. Inc.	25,00%	636
Birmingham Merchant S.A.	1,00%	26
Total	100,00%	254.400

Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Respecto a los accionistas se debe mencionar que éstas son sociedades anónimas constituidas bajo las leyes de Panamá. La Compañía pertenece al Grupo Romero del Perú. Respecto al Grupo Romero, se debe precisar que esta mantiene importantes inversiones en empresas de distintos rubros, incluyendo a Ransa (Perú), Primax (Perú) y Alicorp (Perú).

Cuadro 4: Directorio	
Nombre	Cargo
Renzo Balarezo Cino	Presidente Directorio
Calixto Romero Guzman	Vicepresidente Directorio
Guillermo Aldo José Rubini Airaldi	Secretario del Directorio
Juan David Flambury Moreno	Director
Álvaro Javier Rico Ramallo	Director
Jorge Rada Arroyo	Director suplente
Cesar Augusto Campoverde Celi	Director suplente
Ramiro Carlos Franco Antezana	Síndico

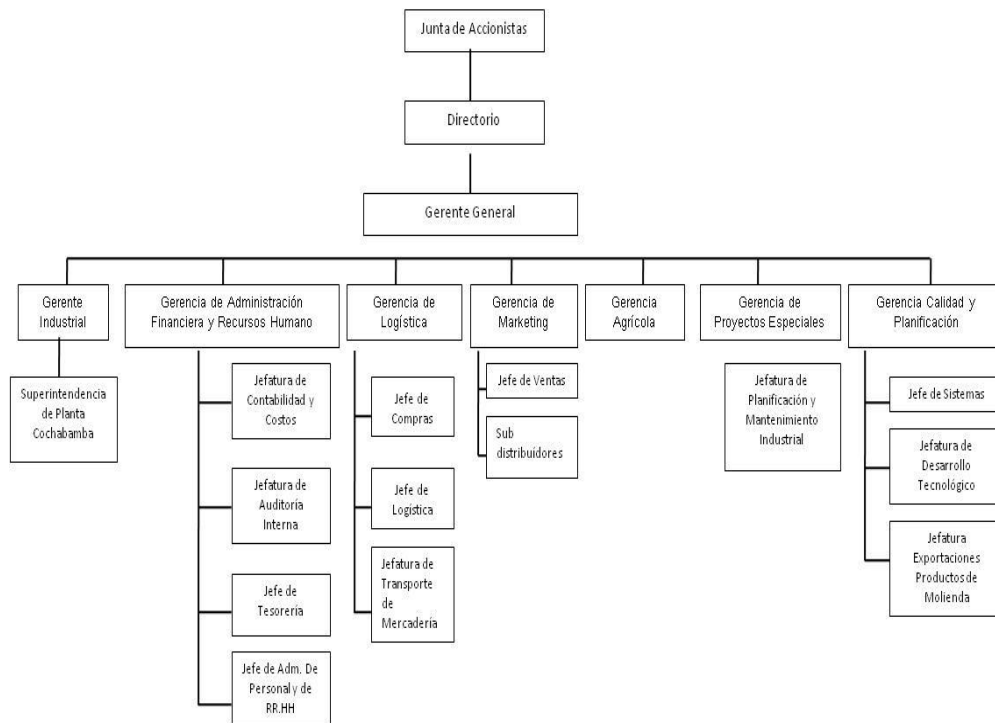
Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Respecto a la plana gerencial de FINO, a la fecha de elaboración del presente informe, ésta estuvo conformada por 6 gerentes de línea, los cuales poseen en promedio más de 10 años laborando en la empresa, por lo que se encuentran altamente capacitados (aparte de los estudios realizados por cada uno de ellos) para el manejo operativo, comercial y financiero de la empresa. El detalle de los directores operativos y estructura organizativa de FINO se presenta a continuación:

Cuadro 5 : Plana Gerencial	
Cargo	Nombre
Gerente General	Renzo Balarezo Cino
Gerente de Logística	Juan David Flambury Moreno
Gerente Administrativo Financiero	Guillermo Aldo José Rubini Airaldi
Gerente de Planificación y Calidad	Álvaro Javier Rico Ramallo
Gerente de Marketing	Jorge Rada Arroyo
Gerente de Proyectos Especiales	Alfonso Kreidler
Gerente Industrial	Cesar Augusto Campoverde Celi

Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Gráfico 1: Estructura Organizativa



Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Operaciones

Operaciones y Productos

La empresa cuenta con tres líneas de negocio, en el cual la principal es la Molienda que representa cerca del 58,56% de los ingresos de la empresa, seguido por los masivos en 31,37% y la distribución y comercialización de otros productos que representa el 10,07 %.

Molienda

Esta línea de negocio corresponde a las ventas en el mercado local y externo. En el mercado local se comercializa las harinas de soya y de girasol, más el aceite crudo que pueda requerir el mercado interno; mientras que el mercado externo se vende aceites crudos de soya y girasol, harina de soya Hi Prot (alto valor de proteína), Harina de soya integral o *Full Fat* 49% y Harina de girasol proteína 36%.

Para la realización del proceso productivo se toma en cuenta las siguientes etapas:

- Recepción del grano: Se recepciona en la volcadora los granos de soya y girasol los cuales son llevados a una fosa donde un transportador retira los granos hacia la pre-limpieza³.
- Secado del grano: El grano es ingresado a torres secadoras donde a través de gases calientes y fríos secan el grano para luego enfriarlo.
- Silos de almacenamiento: Los silos tienen un sistema de ventilación que permite refrigerar al grano almacenado.
- Proceso de extracción de aceite del grano: El grano es llevado a un craqueado⁴ para poder descascararlo y luego calentarlo a una temperatura que permita laminar el grano. Del proceso, la cáscara del grano es separada de los finos cuyo contenido de aceite en la cáscara es importante para su almacenamiento en galpones y su venta posterior. En la fase de extracción por solvente esta masa llamada expandida, ingresa al extractor donde se recircula sobre ella duchas de miscela, mezcla de hexano y aceite, donde luego se obtiene aceite crudo por destilación por tanto también debe ingresar hexano puro que renueve la mezcla en forma continua. Después de varios procesos se obtiene la harina y crudo de soya.
- Embolsado o Pelletizado: La harina sale del DT con humedad y temperatura alta. De acuerdo a la programación semanal se puede producir pellet o harina. El pelletizado es un equipo que cambia el aspecto de la masa expandida, haciéndola pasar por una matriz, el cual compacta y aumenta el peso específico. La masa expandida para formar harina embolsada, es secada y enfriada para luego molerla en molinos de martillos rotatorios.

La producción de molienda se ha mantenido en el orden de los 300 mil TM en los años 2005 y 2006 y en el orden de los 400 mil TM entre los años 2007 y 2009. Al cierre de junio 2010, el nivel de la producción total de esta línea fue de 504,09 mil TM. A diciembre de 2010 la producción total de molienda alcanzó los 230,72 mil TM producción inferior a la registrada en el 2009 que alcanzó 291,66 mil toneladas esta disminución fue producto de la disminución en producción en la línea de cáscara de soya (-42,47%), crudo de soya (-33,37%) y cáscara de girasol (-2,23%), (ver gráfica N°2).

El volumen de ventas de FINO de la línea de molienda, al igual que en la producción de los mismos, se mantuvo por el orden de los 300 mil TM en los años 2005 y 2006. A partir del año 2007, producto de las inversiones realizadas en la planta extractora, el volumen de ventas se incrementó significativamente alcanzando un nivel en ese año de 457,16 mil TM. Sin embargo, producto de la menor producción y a la menor venta de maquila⁵, en el periodo 2008 y 2009 el volumen de ventas se contrajo y alcanzó a vender un volumen total de 386,66 mil TM. Al cierre de gestión en junio 2010, el volumen total vendido en esta línea fue de 487,95 mil TM.

En diciembre 2010 se alcanzó un nivel de venta de 243,34 mil TM que fue inferior al volumen de ventas registrado en el 2009 en 70,41 mil TM producto de la disminución en las exportaciones de la harina de soya (-41,75 mil TM), la harina de soya nacional (-13,38 mil TM), las exportaciones de aceite de soya (-12,35 mil TM). Ver gráfica N°3.

A diciembre 2010 se registró que las exportaciones de harina de soya representaron el 50,23% sobre el total de las ventas, seguido por exportación del aceite de girasol 10,82%, la producción interna de soya crudo con un 8,93% y exportación de harina de girasol con un 8,65% siendo los más significativos.

³La pre limpieza consiste en equipos dispuestos con zarandas y ventiladores que succionan impurezas finas como polvos, pajillas, vainas.

⁴rompimiento del grano

⁵Respecto a la venta de maquila, se debe mencionar que esta se incorporó a la línea de molienda en el año 2007 y es un servicio que se realiza a la empresa Cargill de Bolivia, el cual depende de la cantidad de granos que dicha empresa pueda captar en el mercado.

Gráfico 2

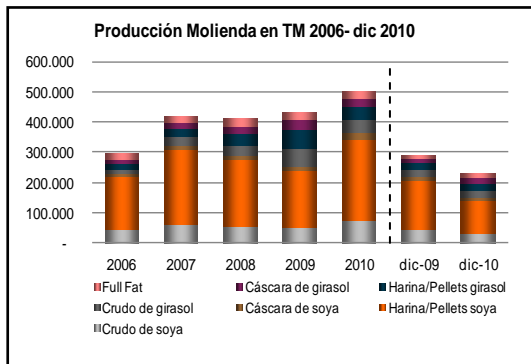
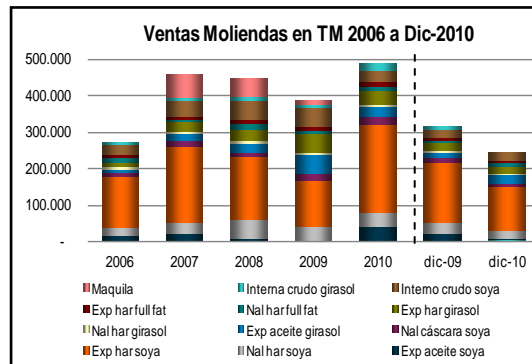


Gráfico 3

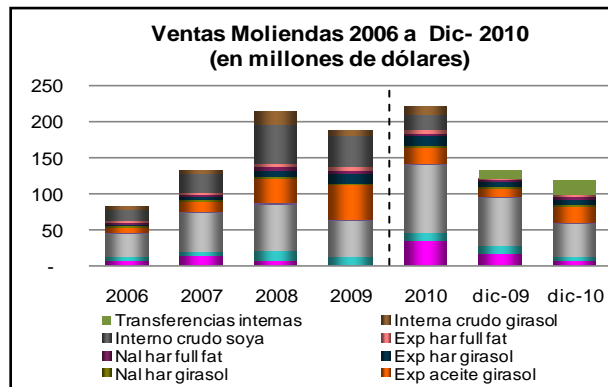


Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Los ingresos por ventas de esta línea en los años 2005 y junio 2010 en promedio se encontraban en USD 154,83 millones. Al cierre de junio 2010, los ingresos por ventas fueron de USD 221,26 millones y resultaron ser mayores en 18,04% respecto al 2009 debido al mayor volumen de ventas que se registró el periodo, lo cual compensó los menores precios de venta de los productos.

En diciembre 2010 se alcanzó un total de ventas equivalente a USD 118,90 millones, monto inferior al registrado en diciembre 2009 que alcanzó los USD 134,07 millones. Esta disminución es explicada por la caída de los ingresos por exportación de harina de soja en USD 22,31 millones, la exportación de aceite de soja en USD 10,13 millones, otros. (Ver gráfico N° 4)

Gráfico 4



Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Masivo

Tiene como materias primas principales los aceites crudos de soja y girasol que produce el Negocio de Molienda. Los productos son fabricados en la planta refinadora en Cochabamba. En la actualidad, IASA ha logrado consolidar todas sus líneas de productos en primer lugar por participación de mercado a nivel nacional y ha iniciado la exportación de distintos productos a Colombia, Chile y Ecuador.

Los principales productos que comercializa son, FINO, La Patrona, Gordito Karina, Primor, Regia, Oso y Uno.

En lo que concierne a la línea de masivos, la empresa ha mantenido una producción de, aproximadamente, 40,0 mil TM en los años 2005 y 2006, posteriormente, esta producción se ha ido incrementando gradualmente hasta alcanzar los 56,06 mil TM en el 2010. En diciembre 2010 se registró una producción de 29,92 mil TM monto superior al registrado en

diciembre 2009 en 1.017 TM (3,52%), el cual es explicado el incremento de producción de mantecas que registró en diciembre 2010 8.507 TM (13,40%), por el crecimiento en la producción de margarinas que alcanzó 2299 TM (14,58%) y otros. (Ver gráfico N°5)

El volumen de ventas de FINO de la línea de masivos, estuvo de acorde a lo producido presentando a diciembre 2010 mayores volúmenes de ventas, alcanzando un total de 29,92 mil TM que fueron superiores en 1.017 TM, debido al crecimiento en las ventas de aceites nacionales (16,68%), ventas de margarina Nacional (15,52%), venta de margarina nacionales (15,63%), en las mantecas nacionales (13,40%) y en los aceites nacional (10,92%). (Ver gráfico n°6)

Gráfico 5

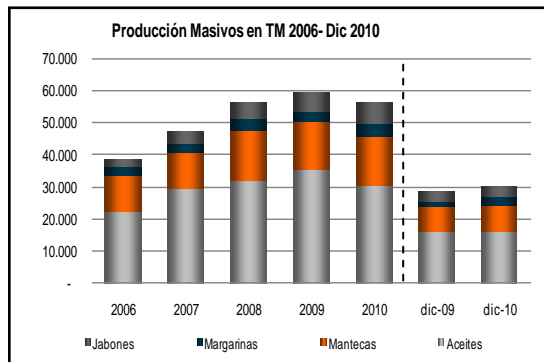
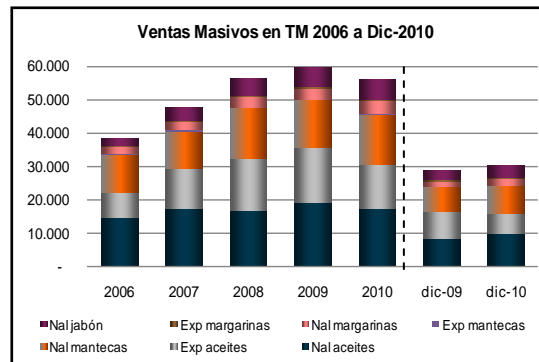


Gráfico 6

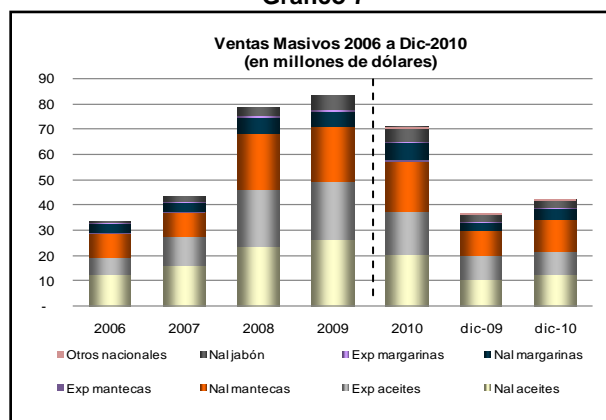


Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Los ingresos por ventas de esta línea durante los años 2006 y junio 2010 promediaron los USD 61,97 millones de dólares. Al cierre de gestión, junio 2010, los ingresos por venta fueron de USD 71,10 millones, menores en 14,59% respecto al 2009, explicado principalmente por la disminución de la exportación de aceite.

A diciembre 2010 las ventas masivo alcanzaron un importe de USD 42,30 millones, monto superior al alcanzado en diciembre 2009 debido al incremento en ingresos por la venta de margarina en el mercado interno 24,61%, venta de aceites en el mercado nacional 23,18%, venta de margarinas en el mercado nacional 24,61% y venta de jabón en el mercado nacional en 8,16%. (Ver gráfico N°7)

Gráfico 7



Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Otros

Esta línea corresponde a los rubros de transporte, agrícola, semilleras e insumos agrícolas. La línea de transporte se dedica al traslado de los aceites crudos desde Warnes a la refinería en Cochabamba y a las actividades de la división de transporte de terceros, la cual se encarga de la logística del transporte de productos terminados tanto en el mercado local como para la exportación. La línea agrícola es una unidad de negocios que administra los campos de cultivo donde se siembra soya, girasol, caña de azúcar, sorgo, maíz y trigo. La línea semillera se encarga del desarrollo de las semillas de los granos, el cual da apoyo al agricultor en relación con la investigación, producción, secado, limpieza de semillas de alta calidad con potencial genético y productivo, culminando con el embolsado para su respectiva comercialización. Por

último, la línea de Insumos Agrícolas se encarga de la elaboración y distribución del producto Natural Oil que es un aceite de soya con un porcentaje de coadyuvantes.

Ingresos por Ventas Totales por Líneas de Negocios⁶

Los ingresos por ventas de FINO en los años 2005 y 2006 fueron aproximadamente de US\$ 115 millones debido al similar volumen de ventas y estabilidad de precios en ambos periodos. A partir del año 2007, los ingresos por ventas de la empresa comenzaron a incrementarse debido al mayor volumen de ventas; mientras que en el año 2008, éstos se incrementaron por los mayores precios de ventas. En el año 2009, las ventas de la empresa fueron de US\$ 263,27 millones. Al cierre de gestión, junio del 2010, se registró ingresos por ventas de US\$ 278,59 millones, nivel superior en 5,82% respecto al 2009 explicado por los mayores ingresos del rubro molienda.

En diciembre 2010 en los ingresos por ventas de Fino se registro un total de USD 156,88 millones, superiores a los registrados en diciembre 2009 por el incremento en las líneas de masivo y molienda, rubros que presentaron mayor participación de 65,22% y 26,50% respectivamente. (Ver gráfico 8 y 9)

Gráfico 8

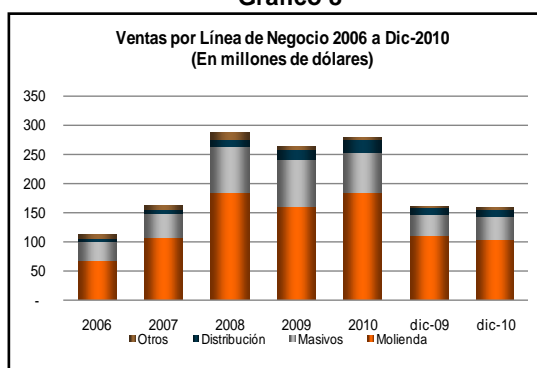
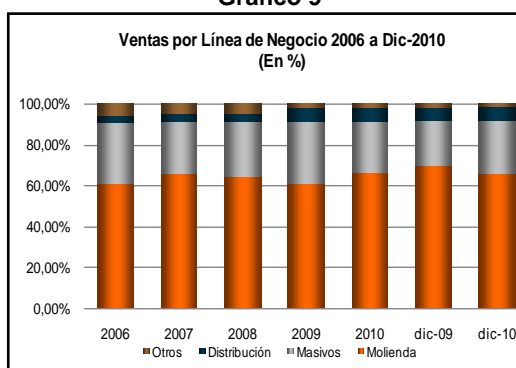


Gráfico 9



Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Costos de Ventas

Respecto a la composición de los costos totales de la empresa, a diciembre 2010, ésta estuvo explicada en un 82,66% por el costo de materias primas y en menor medida por la compra de mercadería por vender (distribución), el cual representó el 6,95% de los costos. Sobre la estructura de las materias primas, éstas estuvieron explicadas en un 76,53% por las compras realizadas en la línea de molienda; mientras que un 23,46%, estuvo explicado por las compras de la línea de masivos.

Gráfico 10

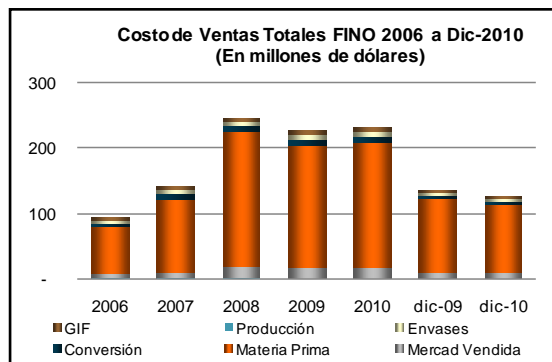
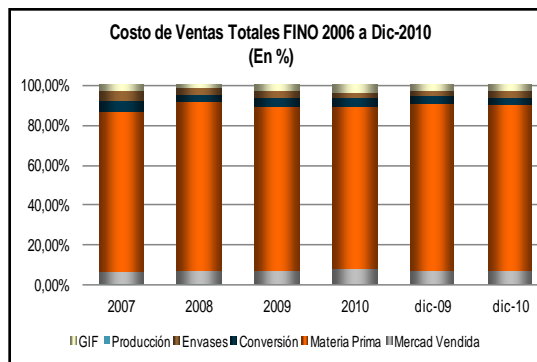


Gráfico 11



Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

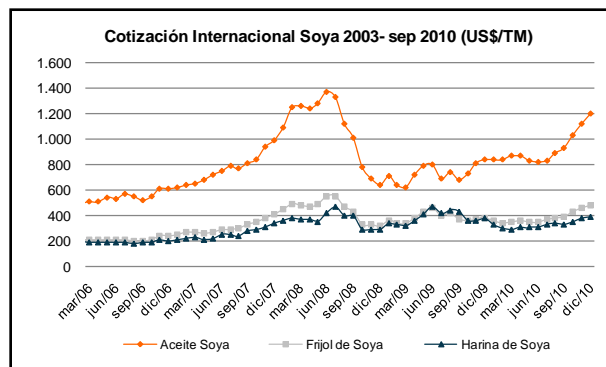
⁶ Los ingresos por ventas no consideran los descuentos, ni devoluciones que hayan ocurrido en los periodos de análisis.

Precios Internacionales de la Soya

Los precios de los productos que elabora y comercializa FINO guardan estrecha relación con los precios internacionales de la soya, especialmente con el precio del aceite dado que éste es el principal producto que vende la empresa y lo que le genera mayores ingresos.

Para el año 2010 el reporte de la FAO⁷ realiza un análisis sobre el mercado indicando que los continuos cambios en el ambiente económico, las fluctuaciones en los tipos de cambio y la alta imprevisibilidad, tiene una fuerte influencia en el mercado de los commodities agrícolas. Se ha podido observar para los primeros trimestres de este año una caída en los precios de los cereales que si bien ha sido modesta ha estado alrededor del 10%. El precio de la soya para diciembre 2010 presento un leve incremento alcanzando los USD 1.208 por TM en lo que respecta el aceite de soya, USD 487 por TM para el frijol de soya y USD 412 por TM para la harina de soya.

Gráfico 12



Fuente: Indexmundi⁸/Elaboración: PCR

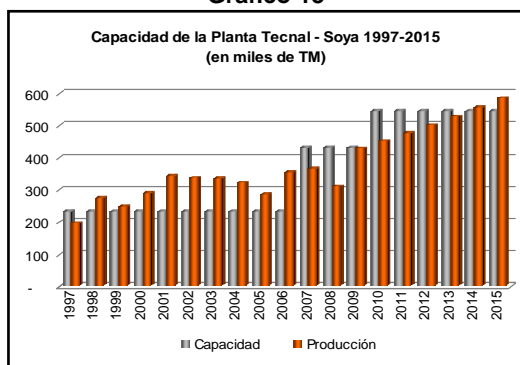
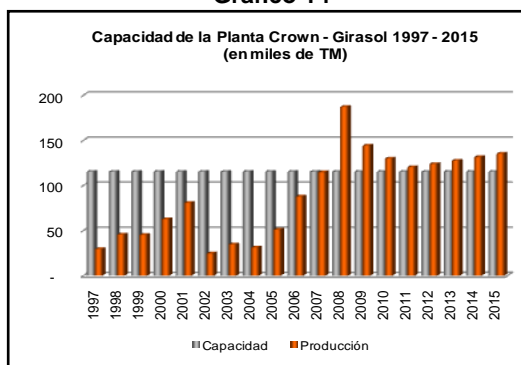
Capacidad Instalada y Utilizada

En la línea de molienda, FINO posee dos plantas extractoras las cuales producen las harinas y aceites provenientes de la soya y del girasol. La planta que procesa la soya es marca Tecnal y poseía una capacidad total de 230.000 TM hasta el año 2006, cuando se realizó una inversión que incrementó dicha capacidad a 430.000 TM. La empresa prevé realizar una inversión adicional en el año 2011-2012, el cual se espera incrementar la capacidad de esta planta a 545.000 TM.

La planta que procesa el girasol es de marca Crown y tiene una capacidad actual de 115.000 TM. Como se puede observar en el gráfico 13 y 14, hasta el 2007 la capacidad instalada se encontraba de acorde con la producción de la empresa, pero en el 2008 se puede observar falta de capacidad de la planta para procesar el girasol; debido a esto, la empresa realizó inversiones para la ampliación de la capacidad de la planta Crown a 150.000 TM, la cual se encuentra en curso.

⁷Food Outlook – Global Market Analysis.

⁸ www.indexmundi.com

Gráfico 13**Gráfico 14**

Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Comercialización

Para la comercialización de la amplia cartera de productos de FINO, la empresa ha constituido una estructura comercial dividida en cuatro áreas operativas, los cuales le permiten optimizar tiempos y costos. Las áreas son las siguientes: i) departamento de exportaciones, que se encuentra constituido por las líneas *commodities* (aceites crudos y harinas) y productos terminados; ii) departamento de marketing, que comprende la planificación estratégica y operativa para líneas propias y de terceros; iii) departamento de ventas, conformado por productos de consumo masivo y harinas; y iv) departamento de *trade marketing*, para el mejor impulso de los productos comercializados con la que se trabaja en las acciones de *merchandising*, impulso y distribución de material publicitario en los puntos de venta.

Clientes y Proveedores

Por la naturaleza del negocio de Fino, de comercializador de *commodities* y de productos masivos, es entendible que las ventas de la empresa no se encuentren concentradas en uno o pocos clientes tanto del mercado externo como local; es por ello, que FINO posee una amplia cartera de clientes los cuales mitigan el riesgo de que las ventas sean concentradas.

Por el lado de los proveedores, la empresa mantiene una relación de años con los principales de ellos, los mismos que se dividen en: i) proveedores de materia prima (soya y girasol), ii) proveedores de insumos, repuestos y materiales, y iii) proveedores de servicios. Dado que el principal costo en el que incurre la empresa en su proceso de producción es la materia prima, se hará énfasis en la relación de dichos proveedores con la empresa.

Los contratos con los proveedores de materia prima se suscriben con los agricultores de la zona, otorgándoles un crédito directo como financiamiento para la siembra y entrega de su producción; estos contratos y créditos se encuentran respaldados con garantías de muebles e inmuebles y de la producción misma.

Análisis de Mercado

Respecto al mercado en el que compite FINO, se debe mencionar que la oferta de los principales productos de la empresa nace en la industria oleaginosa nacional y en la extranjera que ingresa al país a través del comercio informal y se fundamenta en los conceptos de contrabando.

La política de marketing de FINO, establecida para todas sus líneas comercializadoras, permite ofertar y lograr ventas en el mercado, gracias al posicionamiento logrado desde su iniciación comercial y a la valoración de los conceptos de calidad y servicio al cliente que se tienen demostrados.

De otro lado, la demanda de los productos de consumo masivo, como los producidos por FINO, en las categorías de aceites, mantecas, margarinas y jabones está muy influenciada por la liquidez y disponibilidad de las familias, que esencialmente destinan sus ingresos a la compra de estos elementos básicos. Al respecto, se debe mencionar que no existe una estacionalidad marcada y en general las ventas son regulares durante toda la gestión anual.

Sobre la línea de negocios de masivos, FINO es líder en el mercado de aceites de Bolivia a través de sus marcas FINO y La Patrona y en el mercado de mantecas, a través de su participación de Gordito y Karina.

Hechos Relevantes a Diciembre 2010

- Mediante Informe Legal ASFI/DSV/R-734872011 en ente regulador ASFI determinó la cancelación de la autorización de oferta pública de los pagares bursátiles Serie A en un 25%, Serie B y C en un 100%, debido a que los recursos no fueron destinados a capital de operación y fueron destinados a recambio de pasivos.
- En fecha 22 de diciembre del 2010 la empresa comunicó la incorporación oficial de la Lic. Ximena Zuazo como Gerente de Recursos Humanos de la empresa. Dicha incorporación se hizo efectiva el día 3 de enero del 2011.
- En Fecha 6 de diciembre del 2010 la empresa procedió con el pago del préstamo contraído con el Banco Mercantil Santa Cruz S.A. por un importe de USD 3,45 millones procediendo de este modo a la utilización de los Fondos obtenidos por la colocación de Pagares Bursátiles IASA Emisión 1.
- En fecha 4 de febrero de 2011 la sociedad ha comunicado sus compromisos financieros al 31 de diciembre de 2010 fueron:

Cuadro 4 : Compromisos financieros de la sociedad		
Ratios Financieros	Compromisos Financieros	Dic-2010
Relación de Cobertura de Servicio de la Deuda	RCD \geq 2,5	6,33
Relación de Deuda Sobre Patrimonio	RDP \leq 2,2	1,14
Razón Corriente	RC \geq 1,15	3,12

- La empresa en fecha 30 de noviembre de 2010, procedió a utilizar los fondos de Pagares Bursátiles IASA-Emisión 1, a fin de cancelar los prestamos suscritos con el Banco Mercantil Santa Cruz S.A. por un importe de USD 4,05 millones.
- En fecha 26 de noviembre la sociedad ha hecho efectiva la distribución de dividendos a favor de accionistas correspondientes a la gestión al 30 de junio de 2010 por un importe de Bs 16,14 millones de conformidad a la junta Ordinaria de cierre de gestión celebrada el 27 de septiembre de 2010.
- En fecha 23 de noviembre de 2010 la sociedad ha recibido un préstamo bancario del Banco Económico S.A. por un importe de Bs 27,88 millones con vencimiento el 22 de mayo del 2011.
- En fecha 19 de noviembre la sociedad hizo efectiva la distribución de dividendos a favor de los accionistas, correspondiente a la gestión concluida al 30 de junio de 2010 por un importe de Bs 12,12 millones de conformidad a la Junta Ordinaria de Cierre de Gestión celebrada el 27 de septiembre de 2010.
- En fecha 17 de noviembre de 2010, la sociedad hizo efectiva la distribución de dividendos a favor de los accionistas, correspondiente a la gestión concluida al 30 de junio de 2010 por un importe de Bs 16,16 millones de conformidad a la Junta Ordinaria de Cierre de Gestión celebrada el 27 de septiembre de 2010.
- En fecha 17 de noviembre de 2010 la sociedad ha recibido un préstamo bancario del Banco Mercantil Santa Cruz S.A por un importe de USD 4 millones con fecha de vencimiento de 16 de mayo de 2011.
- En fecha 16 de noviembre de 2010, la sociedad hizo efectiva la distribución de dividendos a favor de los accionistas, correspondiente a la gestión concluida al 30 de junio de 2010 por un importe de Bs 12,12 millones de conformidad a la Junta Ordinaria de Cierre de Gestión celebrada el 27 de septiembre de 2010.
- En fecha 15 de noviembre de 2010 la sociedad ha recibido un préstamo bancario del Banco Económico S.A. por un importe de Bs 20,91 millones con fecha de vencimiento en 14 de mayo de 2011.
- En fecha 8 de noviembre de 2010 la sociedad ha comunicado sus compromisos financieros al 30 de septiembre de 2010 fueron 5,85 para la relación de cobertura de servicios de la deuda, 1,21 relación de deuda sobre patrimonio, y 2,66 para la razón corriente.

- En fecha 4 de noviembre de 2010, la sociedad hizo efectiva la distribución de dividendos a favor de los accionistas, correspondiente a la gestión concluida al 30 de junio de 2010 por un importe de Bs 24,24 millones de conformidad a la Junta Ordinaria de Cierre de Gestión celebrada el 27 de septiembre de 2010.
- En fecha 19 de octubre la sociedad ha decidido nombrar al Lic. Alfonso Kreidler Riganti como el nuevo Gerente de Marketing, en remplazo de Jorge Rada Arroyo quien se retira por motivos de jubilación. El cambio se hará efectivo el 1 de enero de 2011.
- En fecha 15 de octubre de 2010, la sociedad hizo efectiva la distribución de dividendos a favor de los accionistas, correspondiente a la gestión concluida al 30 de junio de 2010 por un importe de Bs 16,16 millones de conformidad a la Junta Ordinaria de Cierre de Gestión celebrada el 27 de septiembre de 2010.
- En fecha 15 de octubre la sociedad ha recibido un préstamo bancario del Banco Unión por Bs 900 mil con fecha de vencimiento en 13 de abril de 2011.
- En fecha 28 de septiembre de 2010 se realizó la reunión de directorio en la cual se determinó elegir la mesa directiva para la gestión 2010/2011 la cual quedo conformada por Renzo Balarezo como Presidente, Calixto Romero como Vicepresidente y Guillermo Rubini como Secretario.
- En fecha 7 de octubre de 2010 la sociedad recibió un préstamo del banco Bisa S.A. por un importe de Bs 14,14 millones con vencimiento en fecha 4 de abril de 2011.
- En fecha 7 de octubre de 2010 el señor Luis Federico Ugarte Camorro presentó su renuncia al cargo de Gerencia Agrícola.
- En fecha 30 de septiembre de 2010 la sociedad ha solicitado un crédito al Banco Unión por USD 4 millones con fecha de vencimiento el 29 de marzo de 2011.
- 25 de mayo de 2010, la empresa comunica un préstamo bancario del Banco Económico por un importe de 3.000.000 USD, con fecha de vencimiento en 20 de diciembre 2010.
- 5 de mayo de 2010 se desembolsó un crédito bancario otorgado por el Mercantil Santa Cruz por un El 30 de abril de 2010 se desembolsó un crédito por un importe de USD 4.500.000 del Banco Bisa con fecha de vencimiento 17 de octubre del 2010.
- importe de USD 2.000.000, con fecha de vencimiento en 26 de noviembre del 2010.
- 21 de enero de 2010, la sociedad realizó el pago de dividendos, por un importe de Bs 22.624.000.
- 7 de enero de 2010, la sociedad comunica que el señor Guillermo Aldo José Rubini Airaldi es el Representante Legal de la Sociedad. Santa Cruz, Bolivia.
- 4 de enero de 2010, la sociedad comunica en Reunión de Directorio del 31 de diciembre de 2009, se removió del cargo de Gerente General al Señor Juan Llosa Isenrich, asumiendo como nuevo Gerente General, Representante Legal y Presidente del Directorio de la sociedad el Sr. Renzo Balarezo Cino. La Paz, Bolivia.

Análisis Financiero

Para la elaboración del análisis se ha utilizado los estados financieros auditados anuales de Industrias de Aceite S.A. desde la gestión 2006 hasta la 2010 y no auditados al 31 de Diciembre de 2010.

Durante la gestión 2007, en Bolivia se llevó a cabo un cambio en la norma contable (estados financieros expresados en UFV's) razón por la cual los estados financieros entre el 2008 y el 2007 no son plenamente comparables en términos de costos y en las líneas de utilidad bruta y neta dado que los inventarios fueron afectados por la normativa contable y consiguientemente el registro del costo de ventas.

Análisis del Balance General

Entre junio 2006 y junio 2008 los activos totales pasaron Bs 986,10 millones a Bs 1674,02 millones, lo que representó un incremento de Bs 687,91 millones, (69,76%) explicado por el incremento en los inventarios (Bs 392,31 millones),

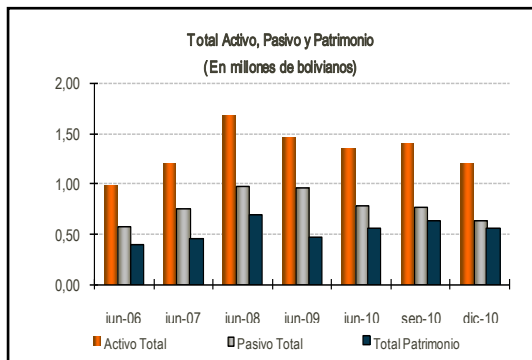
las cuentas por cobrar (Bs 221,28 millones) y los gastos pagados (Bs 41,60 millones) por anticipado principalmente. A junio 2009 se registró un total activo de Bs 1.451,56 millones, constituyendo una disminución de Bs 222,45 millones (-13,29%), debido principalmente a la disminución de las cuentas por cobrar comerciales y vinculadas en Bs 237,91 millones. En junio 2010 los activos totales alcanzan Bs 1.348,07 millones, representando una disminución de Bs 103,50 millones (-7,13%) respecto a junio 2009, debido principalmente a la disminución de existencia que pasaron de Bs 748,23 millones a 554,18 millones entre junio 2009 y junio 2010.

Entre junio 2006 y junio 2008 los pasivos de la empresa se incrementaron, pasando de Bs 583,64 millones a Bs 984,30 millones, lo que representó un incremento de Bs 400,66 millones (68,65%), debido principalmente al incremento de las obligaciones financieras de corto plazo y al incremento en las cuentas por pagar comerciales. A junio 2009 los pasivos totales alcanzaron un importe de Bs 972,60 millones, cifra inferior en Bs 11,70 millones (-1,19%) en comparación con junio 2008. Esta reducción se debió principalmente a que la empresa en el transcurso de ese año completó la cancelación de sus obligaciones financieras. En junio 2010 el pasivo total alcanzó Bs 789,98 millones, lo cual representa una disminución de Bs 182,62 millones (18,78%) respecto a junio del 2009, explicado principalmente por la disminución en las deudas bancarias y financieras que se redujeron de Bs 740,79 millones a Bs 556,147 millones.

El patrimonio, mostró una tendencia creciente desde el 2006, acentuándose en el 2008 debido a las utilidades generadas en los últimos años y por las revaluaciones efectuadas a sus activos fijos e inversiones; sin embargo, ésta mostró una contracción en el 2009-2010 debido al reparto de utilidades declaradas en el período. Al 30 de junio 2010, el patrimonio ascendió y registró un monto de Bs 558,27 millones, este aumento se explicó principalmente por los mayores resultados del ejercicio.

Al 31 de diciembre del 2010, la empresa poseía activos por Bs 1.205,29 millones, pasivos por Bs 642,03 millones y un patrimonio neto de Bs 563,27 millones.

Gráfico 15



Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Calidad de Activos

A diciembre 2010, los activos totales presentaron una disminución de Bs 198,37 millones (-14,13%) respecto a septiembre 2010, explicado principalmente por la disminución del activo corriente en un (-18,18%) y la disminución del activo no corriente (-0,78%). El activo corriente alcanzó los Bs 881,66 millones que equivale a un 73,15% sobre el total Activo; Por otra parte el activo no corriente ascendió a Bs 323,63 millones que equivale a un 26,85% del total Activo.

La disminución del activo corriente en Bs 195,84 millones (-18,18%), respecto a septiembre de 2010, fue explicada por disminución en existencias (en Bs 150,67 millones), gastos pagados por anticipado (en Bs 20,08 millones), crédito fiscal (Bs 17,23 millones) y disponibilidades (en Bs 9,49 millones).

Asimismo se puede observar que los activos no corrientes presentaron una disminución de Bs 2,53 millones explicado por la disminución en activos fijos de Bs 2,51 millones efecto de la depreciación.

Cuadro 7: Estructura de los Activos						
Rubro	jun-06	jun-07	jun-08	jun-09	jun-10	dic-10
Caja Bancos	0,52%	3,61%	0,11%	0,29%	1,62%	2,85%
Cuentas por Cobrar	21,30%	28,40%	25,77%	16,36%	23,36%	28,56%
Existencias	41,12%	37,85%	47,66%	51,55%	41,11%	29,79%
Activo Fijo Neto	24,82%	17,92%	15,19%	20,63%	23,91%	26,34%
Inversiones Permanentes	0,60%	2,36%	0,39%	0,39%	0,46%	0,51%
Otros Activos	11,63%	9,85%	10,89%	10,78%	9,53%	11,95%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

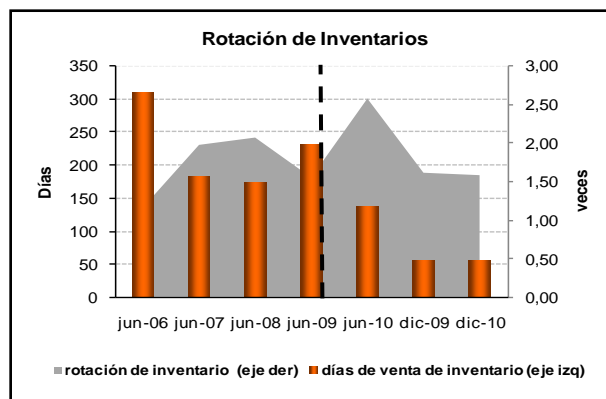
Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Inventario

Al tener la empresa un giro del negocio industria es de vital importancia realizar el análisis de la rotación de inventarios debido a que el exceso de estos expone a la empresa a gastos tales como costos de almacenamiento, seguros e impuestos.

Para tal efecto se realizó el cálculo de la tasa de rotación de inventarios que mide el promedio de velocidad con la que los inventarios se desplazan de la empresa como se puede observar en el gráfico N°16 la empresa presenta un desplazamiento de inventario se fue incrementando entre junio 2006 y junio 2008 pasando de 1,16 veces a 2,08 veces mostrando más rapidez al momento de rotar la mercadería; En junio 2009 se presentó una disminución en la velocidad y este ratio alcanzó las 1,56 veces, A junio 2010 se puede observar la recuperación de este ratio que llega a las 2,59 veces. A diciembre de 2010 se puede observar que se presentó una leve disminución en la rapidez al momento de movilizar los inventarios se alcanzó un ratio de 1,59 veces inferior al registrado en diciembre 2009 que registro 1,62 veces.

Gráfico 16



Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Por otra parte se realizó el cálculo de los días de ventas de inventarios para poder medir el número de días requerido para realizar la venta de los inventarios. Se puede observar que fino en promedio tarda menos de un año en realizar el movimiento de su mercadería producida entre las gestiones 2006-2010. A diciembre 2010 vemos que el ratio alcanza los 111 días tiempo levemente inferior al calculado en diciembre 2009 que alcanza los 113 mostrando que la empresa maneja de manera adecuada la rotación de estos, lo cual genera mayor liquidez para la empresa.

Calidad de Pasivos y Patrimonio

A diciembre 2010, el pasivo total de FINO fue de Bs 642,03 millones, los cuales fueron inferiores en Bs 127,04 millones (-16,52%) en relación a septiembre 2010, producto, de la disminución en las cuentas por pagar comerciales que disminuyó en Bs 71,78 millones y la disminución en las obligaciones financieras del corto y largo plazo en Bs 55,45 millones.

El Pasivo se encuentra compuesto en un 23,46% de pasivos corrientes por Bs 282,74 millones y un 29,81% de pasivos no corrientes por Bs 359,29 millones, respecto al total pasivo y patrimonio, a septiembre 2010 estos mismos

componentes del pasivo registraban 28,89% por Bs 405,46 millones y 25,90% por Bs 363,60 millones respectivamente.

El pasivo corriente en diciembre 2010 se encuentra compuesto principalmente por Sobregiros Bancarios en un 0,25%, Deudas bancarias y financieras por 14,48% y Cuentas por Pagar comerciales por 8,73% respecto al total pasivo y patrimonio. Por otra parte el pasivo no corriente se encuentra compuesto principalmente por Obligaciones Financieras en un 29,07% y la provisión para indemnización al personal por 0,74% respecto al total pasivo y patrimonio.

Gráfico 17

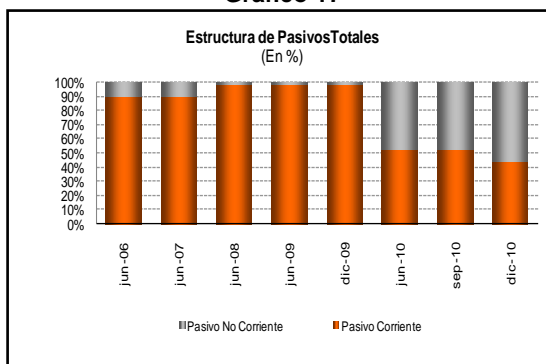
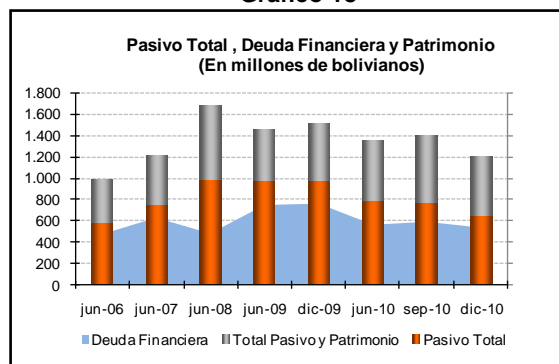


Gráfico 18

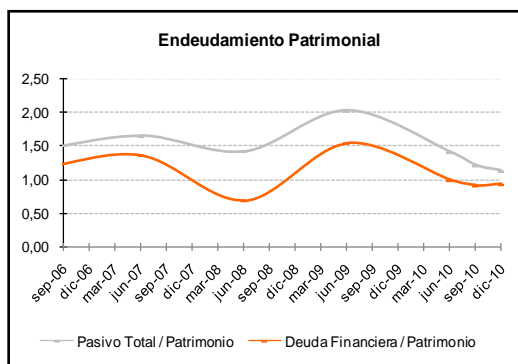


Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

La deuda financiera⁹ de FINO a diciembre 2010 fue de Bs 527,82 millones, la cual presentó una disminución de Bs 55,45 millones (9,51%) respecto a septiembre 2010 explicado por la disminución de los créditos bancarios a corto plazo el cual fue de Bs 50,94 millones (-22,30%). Así mismo el pasivo a largo plazo presentó una disminución de Bs 4,52 millones (-1,27%) debido al pago de las amortizaciones de los bonos. La deuda financiera representó el 43,79% del total pasivo y patrimonio de la empresa.

El patrimonio a diciembre del 2010 alcanzó Bs 563,27 millones monto inferior al registrado en septiembre del 2010 en Bs 71,34 millones (-11,24%), explicado por la disminución en resultados del ejercicio en Bs 75,77 millones.

Gráfico 19



Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

El indicador de endeudamiento medido como pasivos totales sobre patrimonio ha mostrado una tendencia creciente hasta junio del 2007. A partir de junio 2008 producto de las utilidades obtenidas en el período, el indicador de endeudamiento se redujo a 1,43 veces. Sin embargo, en junio 2009, a raíz de la disminución del patrimonio (por el reparto de dividendos realizado en el período) el indicador se incrementó nuevamente alcanzando 2,03 veces. A junio del 2010 el ratio presentó una disminución y alcanzó 1,42 veces efecto de la disminución de los pasivos y el incremento del patrimonio. A diciembre 2010 este indicador alcanzó las 1,14 veces, menor al registrado en septiembre y junio 2010 explicado por la disminución de los pasivos en mayor proporción de la disminución del patrimonio. Por otra parte el ratio Deuda Financiera sobre patrimonio ha presentado un incremento de 0,92 veces en septiembre del 2010 a 0,94 veces a diciembre del 2010, hecho explicado por la disminución del patrimonio en mayor proporción a la reducción de la deuda financiera.

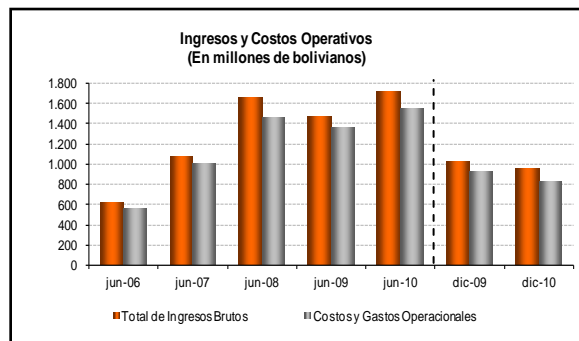
⁹ La deuda financiera de la empresa está compuesta en su mayoría por préstamos otorgados por diversos Bancos bolivianos.

Análisis del Estado de Resultados

Como se puede observar en el gráfico 20, los ingresos netos de la empresa en junio 2006 alcanzaron los Bs 615,42 millones debido al incremento de los volumen vendido y a la estabilidad de precios en el período; sin embargo, a partir de junio 2007, los ingresos por ventas de la empresa comenzaron a incrementarse debido al mayor volumen de ventas dado que se realizaron ampliaciones en las plantas de extracción por lo que se incrementó el volumen producido. En junio 2008, los ingresos de la empresa se incrementaron por los mayores precios de ventas alcanzando un nivel promedio de ingresos de Bs 1.600 millones. No obstante, en junio 2009 producto de las menores ventas de la línea de molienda, explicadas por la menor disponibilidad de soya para la venta y por los menores precios de venta de los derivados de girasol, los ingresos cayeron en un 10,96% respecto al 2008. A junio 2010, los ingresos aumentaron a Bs 1.725,24 millones, debido a un incremento en sus volúmenes de ventas en la línea molienda, que presentó un crecimiento del 26,20% y al incremento de los precios de esta línea que presentó un crecimiento de 4,07% respecto a junio 2009.

A Diciembre 2010, los ingresos alcanzaron los Bs 956,58 millones este monto fue inferior al registrado en diciembre del 2009 en Bs 76,95 millones (-7,44%) explicado por los menores ingresos por ventas de productos propios y de representación.

Gráfico 20



Fuente: Industria del Aceite S.A. / Elaboración: PCR

Por otra parte los costos operacionales¹⁰ en lo que respecta el periodo 2006 y 2008 se fueron incrementando paulatinamente pasando de 560,18 millones en el 2006 a 1464,58 millones en el 2008, este hecho fue explicado por el incremento que siguieron los costos de ventas y los gastos operacionales. A junio 2009 los costos y gastos operacionales presentaron una leve disminución alcanzando los Bs 1.364,71 millones producto de la disminución de los costos de venta y en junio 2010 se presentó nuevamente el incremento en estos costos y gastos operacionales que alcanzaron los Bs 1.548,90 millones y estuvo compuesto por costos de ventas que alcanzó los Bs 1.359,83 y gastos operacionales por Bs 189,07 millones.

A diciembre 2010 los costos de venta registraron Bs 723,94 millones monto inferior en Bs 114,81 millones (-13,69%) respecto a diciembre 2009, explicado por la disminución en los costos por ventas productos propios¹¹ de Bs 834,54 millones en el 2009 a Bs 720,28 millones en el 2010.

En lo que respecta a los gastos operacionales, constituido por gastos de administración y gastos de venta, presentaron un incremento de Bs 11,44 millones (12,15%) explicado por los incrementos en los gastos de administración en (24,71% por otros gastos 5,04% por la depreciación y 2,56% efecto del incremento en sueldos): Por otra parte los gastos de comercialización¹², presentaron un incremento de 16,38%. Por el lado de los rubros no operativos, éstos registraron un egreso neto de Bs 14,99 millones, egreso inferior al registrado en diciembre 2009 que alcanzó Bs 26,62 millones explicado por los menores gastos financieros de la empresa que pasaron de Bs 24,61 millones a Bs 9,76 millones.

De esta manera, la utilidad neta del período ascendió a Bs 112,04 millones, resultando mayor en Bs 38,05 millones (51,42%) respecto a diciembre 2009 debido a los mejores resultados de operación que presentaron un incremento de Bs 26,42 millones (26,26%) y los menores otros egresos en Bs 11,63 millones.

¹⁰ Los costos operacionales son los costos de ventas y los gastos operacionales

¹¹ Notas de los estados financieros de las gestiones septiembre 2009 y septiembre 2010 (nota 27)

¹² Gastos de marketing como ser: publicaciones en periódicos, revistas radio, letreros y otros

Análisis de Rentabilidad y Cobertura¹³

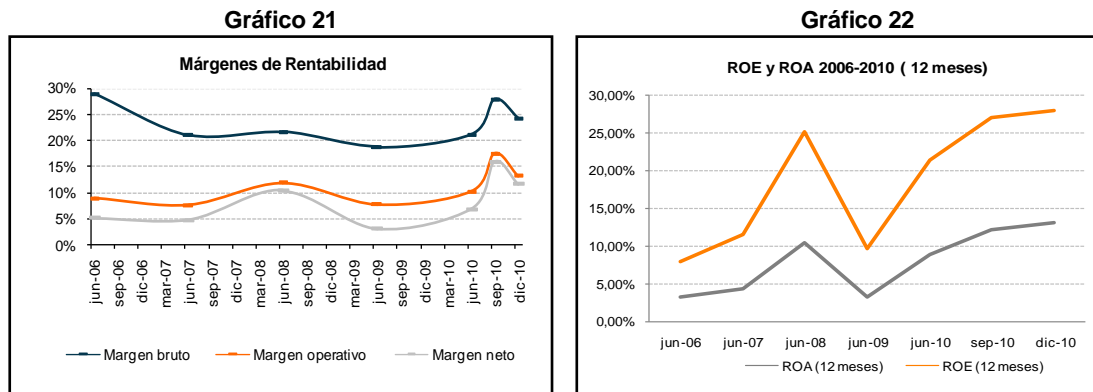
En junio 2007 y junio 2008, el margen bruto presentó una tendencia más estable ubicándose en un nivel cercano al 21%. En junio 2009, producto de los menores ingresos obtenidos por la línea de molienda, el margen bruto fue de 18,77%, menor a la de períodos anteriores. Al cierre de junio 2010 el margen bruto alcanzó los 21,18% y a diciembre 2010 presentó un incremento alcanzando los (24,32%) superior al registrado en diciembre 2009 (18,85%).

El margen operativo de FINO, ha sido variable entre junio 2006 y junio 2010 (incrementos y reducciones). Sin embargo, se debe mencionar que este margen ha ido mejorando en el tiempo, debido a la política de optimización de gastos empleada por la empresa el cual consistió en emplear programas de gestión para planificar y controlar sus gastos, prueba de ello es la implementación del SAP. En junio 2006, el margen operativo fue de 8,98% y en junio 2010 fue de 10,22%. Al 31 de diciembre 2010 alcanzó un nivel de 13,28% superior al registrado en diciembre 2009 que alcanzó los 9,73%.

El margen neto de la empresa, mostró una tendencia similar al margen operativo de la empresa entre junio 2006 y junio 2010. El ajuste a las cuentas no operativas del tipo de cambio e inflación (ajuste UFV) realizado en el 2009, provocaron una disminución en la utilidad neta de la empresa y en el margen neto que fue de 3,15%. A junio 2010 se presentó una recuperación llegando a registrarse un margen neto de 6,92%. Al 31 de diciembre 2010 el margen neto alcanzó 11,71% resultado del incremento de las utilidades netas del ejercicio respecto a diciembre 2009.

Respecto a los indicadores de rentabilidad que relacionan a las utilidades netas con el patrimonio y activo de la empresa, se puede observar que éstos han mantenido una tendencia creciente producto de las mayores utilidades alcanzadas entre junio 2006 y junio 2008; para junio 2009 se presentó una disminución en las utilidades de la empresa que trajo consigo la disminución de estos indicadores, esta disminución fue explicada por la disminución de los precios internacionales de la soya. A junio 2010, producto de un aumento en la utilidad neta de la empresa, el ROE a 12 meses fue de 21,38%, mientras que una disminución de los activos y un aumento de la utilidad dio como resultado un ROA a 12 meses fue de 8,85%, ambos superiores a los registrados en el 2009.

A diciembre 2010 los indicadores presentaron nuevamente un incremento sustancioso alcanzando un ROA (12 meses) de 13,06% y un ROE (12 meses) de 27,94%, explicado por el incremento en las utilidades.



Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

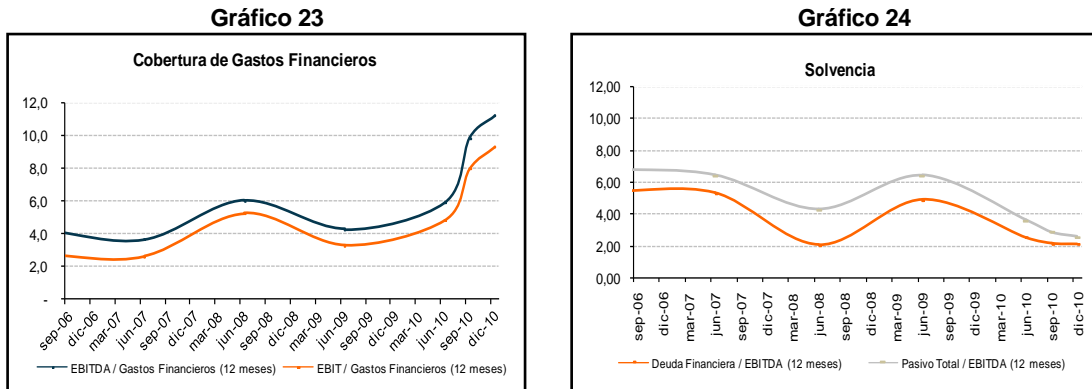
El crecimiento importante de las ventas de FINO hasta junio 2008 y la relativa estabilidad de los márgenes generaron un sostenido incremento del EBITDA 12 meses de la empresa. A junio 2009 el EBITDA 12 meses de la empresa fue de Bs 150,31 millones debido a las menores ventas del período por la línea de moliendas. A junio 2010 cierre de gestión el EBITDA 12 meses se incrementó y alcanzó los Bs 217,43 millones. A diciembre 2010 el EBITDA 12 meses registró un incremento de Bs 70,98 millones (40,82%) respecto a diciembre 2009, alcanzando los Bs 244,86 millones por el incremento de sus utilidades operativas.

Los gastos financieros de la empresa, expresado a 12 meses, han mostrado una tendencia creciente en los últimos períodos, el cual se encuentra acorde con el crecimiento de la deuda financiera. En junio 2009, los gastos financieros fueron de Bs 35.10 millones, en junio del 2010 fueron Bs 36,63 millones, y a diciembre de 2010 alcanzaron los Bs 21,78 millones monto inferior al registrado en diciembre 2009 que alcanzó los Bs 41,99 millones.

La combinación del EBITDA y el de los gastos financieros permitieron que el ratio de cobertura mantenga una tendencia variable en los últimos períodos, fluctuando entre 3,65 a 6,06 veces, entre junio 2006 y junio 2009. A junio 2010 el

¹³ Considerando que los períodos no son comparables plenamente debido a los cambios en la normativa contable, es necesario aclarar que los análisis de márgenes no son sujetos de modificaciones significativas que distorsionen la realidad producto del cambio en la normativa.

indicador alcanzó un nivel superior alcanzando las 5,94 veces. A diciembre 2010, se alcanzó un indicador de cobertura de 11,24 veces. En opinión de PCR, este ratio muestra niveles aceptables para el cumplimiento de sus gastos financieros.



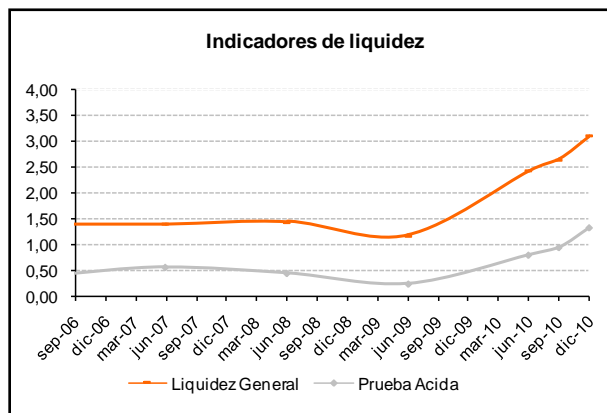
Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

El indicador de solvencia, medido como Deuda Financiera/ EBITDA (12 meses), a diciembre 2010, mostró una mejora respecto a los anteriores períodos registrando 2,16 años, explicado por la menor deuda financiera y por el mayor EBITDA que se generó en el período. Por otra parte el Pasivo total/EBITDA (12 meses), presenta una tendencia similar alcanzando a diciembre 2010 un tiempo total de pago de 2,16 años inferior al registrado en diciembre 2009 que alcanzaba los 3,13 años.

Liquidez

Los principales activos de FINO se concentran en el corto plazo, especialmente en inventarios y cuentas por cobrar, los indicadores de liquidez general y ácida han mostrado un calce continuo durante el período analizado. A diciembre 2010, el indicador general de liquidez fue de 3,12 veces mostrando que la empresa mantiene niveles de liquidez elevados debido que al ser considerada una empresa de gran tamaño necesita mayor liquidez para fondar los recursos propios, el indicador de prueba ácida fue de 1,34 veces. Ambos indicadores son los más altos del período 2006-2010, a diciembre de 2009 el indicador de liquidez fue 2,69 veces y el de prueba ácida 1,13 veces.

Gráfico 25



Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR

ANEXO

Cuadro 8: Resumen								
Industrias del Aceite S.A.								
Estados Financieros Individuales								
	jun-06	jun-07	jun-08	jun-09	dic-09	jun-10	sep-10	dic-10
Balance General								
Activo Corriente	735.345	961.732	1.413.177	1.146.411	947.067	1.019.518	1.077.505	881.660
Activo Corriente prueba ácida	215.182	386.286	433.117	241.768	398.741	336.842	386.392	378.530
Activo No Corriente	250.757	244.720	260.839	305.154	315.225	328.550	326.163	323.634
Activo Total	986.101	1.206.453	1.674.016	1.451.565	1.262.293	1.348.068	1.403.669	1.205.294
Pasivo Corriente	529.706	682.901	977.796	965.373	351.450	418.216	405.460	282.740
Pasivo No Corriente	53.931	68.974	6.502	7.224	374.802	371.762	363.603	359.287
Pasivo Total	583.637	751.875	984.298	972.597	726.252	789.978	769.063	642.027
Total Patrimonio	402.464	454.578	689.718	478.968	536.041	558.090	634.605	563.267
Deuda Financiera	466.269	621.611	473.714	740.795	544.863	556.139	583.273	527.820
Corto Plazo	417.612	558.932	473.714	740.795	178.121	193.229	228.434	177.497
Largo Plazo	48.656	62.679	0	0	366.742	362.910	354.839	350.323
Estado de Ganancia y Pérdidas								
Ventas Netas	615.422	1.082.164	1.662.585	1.480.378	1.033.522	1.725.236	465.133	956.577
Costo de Ventas	437.493	854.173	1.302.669	1.202.488	838.748	1.359.828	335.413	723.936
Gastos Operacionales	122.688	144.876	161.910	162.223	94.162	189.073	48.095	105.607
Resultado de Operación	55.240	83.115	198.006	115.667	100.612	176.335	81.625	127.034
Otros Ingresos y Egresos	-23.193	-30.712	-24.606	-69.017	-26.617	-57.013	-7.694	-14.991
Gastos Financieros	20.331	31.791	37.608	35.097	24.612	36.629	4.813	9.761
Utilidad Neta del Ejercicio	32.047	52.403	173.400	46.650	73.995	119.321	73.931	112.043
EBITDA y Cobertura								
Total Ingresos (12 meses)	615.422	1.082.164	1.662.585	1.480.378	1.698.425	1.725.236	1.634.345	1.648.291
Costos de Ventas (12 meses)	437.493	854.173	1.302.669	1.202.488	1.386.340	1.359.828	1.226.462	1.245.016
Utilidad Neta (12 meses)	32.047	52.403	173.400	46.650	80.212	119.321	170.946	157.369
Margen bruto	28,91%	21,07%	21,65%	18,77%	18,85%	21,18%	27,89%	24,32%
Margen operativo	8,98%	7,68%	11,91%	7,81%	9,73%	10,22%	17,55%	13,28%
Margen neto	5,21%	4,84%	10,43%	3,15%	7,16%	6,92%	15,89%	11,71%
EBIT (12 meses)	55.240	83.115	198.006	115.667	135.391	176.335	215.161	202.757
EBITDA (12 meses)	85.447	116.143	227.842	150.312	173.885	217.433	265.701	244.863
Gastos Financieros (12 meses)	20.331	31.791	37.608	35.097	41.997	36.629	26.941	21.779
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	2,72	2,61	5,26	3,30	3,22	4,81	7,99	9,31
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	4,20	3,65	6,06	4,28	4,14	5,94	9,86	11,24
EBITDA / Ingresos (acum. en el periodo)	13,88%	10,73%	13,70%	10,15%	16,82%	12,60%	57,12%	25,60%
Solvencia								
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,91	0,91	0,99	0,99	0,48	0,53	0,53	0,44
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,09	0,09	0,01	0,01	0,52	0,47	0,47	0,56
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,80	0,83	0,48	0,76	0,75	0,70	0,76	0,82
Pasivo No Corriente / Patrimonio	0,13	0,15	0,01	0,02	0,70	0,67	0,57	0,64
Deuda Financiera / Patrimonio	1,16	1,37	0,69	1,55	1,02	1,00	0,92	0,94
Pasivo Total / Patrimonio	1,45	1,65	1,43	2,03	1,35	1,42	1,21	1,14
Pasivo No Corriente / EBITDA (12 meses)	0,63	0,59	0,03	0,05	2,16	1,71	1,37	1,47
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	5,46	5,35	2,08	4,93	3,13	2,56	2,20	2,16
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	6,83	6,47	4,32	6,47	4,18	3,63	2,89	2,62
Rotación de inventarios								
Costo de ventas/ Inventarios promedio	1,16	1,98	2,08	1,56	1,62	2,59	0,63	1,67
360 días/Rotación promedio de inventarios	309,23	181,68	173,34	231,43	111,25	139,24	142,74	108,01
Rentabilidad								
ROA (12 meses)	3,25%	4,34%	10,36%	3,21%	6,35%	8,85%	12,18%	13,06%
ROE (12 meses)	7,96%	11,53%	25,14%	9,74%	14,96%	21,38%	26,94%	27,94%
Liquidez								
Liquidez General	1,39	1,41	1,45	1,19	2,69	2,44	2,66	3,12
Prueba Ácida	0,41	0,57	0,44	0,25	1,13	0,81	0,95	1,34
Capital de Trabajo	205.639	278.831	435.381	181.038	595.617	601.302	672.045	598.921

Fuente: Industrias de Aceite S.A. / Elaboración: PCR