

Ecuador  
Papel Comercial

**Productos Metalúrgicos S.A.**  
**PROMESA**

**Calificación**

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión Papel Comercial	AA	N/R	N/R

**Calificación Actual:** Calificación otorgada en el último comité de calificación  
**Calificación Anterior:** Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación  
**Último Cambio:** Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación  
NR: No registra cambio de calificación; N/A: No aplica

**Resumen Financiero**

(Millones USD)	2010	2011	2012	sep-13
Activos	56.2	67.1	73.9	74.1
Ventas	73.7	83.1	97.1	78.8
Margen EBITDA (%)	6.96	5.65	6.24	6.17
ROA (%)	4.03	3.01	4.49	4.39
Deuda /Capitalización (%)	60.2	57.4	56.2	54.3
Deuda Financiera Total /FFO (x)	11.4	15.1	10.9	10.2

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Productos Metalúrgicos S.A. PROMESA
Monto Total Emisión:	USD 10,000,000
Monto en Circulación:	USD 2,500,000
Fecha Aprobación SIC:	14-ago-13
Fecha 1ra Colocación:	29-ago-13
Fecha Vencimiento:	23-ago-14
Fecha Tope del Programa:	04-ago-15
Plazo Programa:	720 días
Plazo Emisión:	359 días
Cupón de Interés:	cupón cero
Pago de Capital:	Al vencimiento de la emisión
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Capital de trabajo y sustitución de pasivos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings del Ecuador S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	MasValores Casa de Valores S.A. CAVAMASA
Agente Pagador:	Banco Bolivariano C.A.
Rep. Obligacionistas:	Asesorsa S.A.

**Actividad del Emisor:** Empresa comercial de artículos de ferretería, lubricantes y herramientas para la agricultura.

**Contactos**

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

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

**FECHA COMITE: 29/Noviembre/2013**

**ESTADOS FINANCIEROS A: 30/Septiembre/2013**

▪ **RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN**

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., con base en los estados financieros auditados 2012 elaborados según normas NIIF, e información adicional con corte a septiembre 2013 de Productos Metalúrgicos S.A. PROMESA, decidió mantener la calificación de “AA” (Doble A) a la Emisión de Papel Comercial.

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

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

La calificación se fundamenta en las fortalezas de la empresa que es líder de su mercado, la cual mantiene un ritmo de incremento de ventas por sobre el crecimiento económico, y que desde este año muestra un manejo más eficiente de gastos operativos en consistencia con los objetivos planteados. Además, cuenta con el respaldo económico de sus accionistas, lo que le permite acceder a financiamiento para cubrir sus necesidades.

La Administración de la empresa es profesional, con conocimiento de su mercado y larga trayectoria, esto se refleja en la aplicación de estrategias eficientes y en sus resultados de crecimiento en ventas y utilidades.

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.



Las ventas en el año 2013, aunque por sobre el crecimiento de la economía, crecerán menos que en los años anteriores y aproximadamente 5% menos que lo proyectado inicialmente. Su desaceleración responde a las condiciones del entorno macro, y específicamente de las industrias a las que sirve el emisor, las cuales han disminuido el ritmo de crecimiento en este año.

La gestión operativa de este período hasta el mes de septiembre 2013 se muestra creciente y con resultados operativos positivos, aun cuando la empresa debió sacrificar márgenes sin incrementar precios para mantener su posición de mercado en varias líneas.

La estrategia para conseguir mayor eficiencia en el manejo de inventarios permitió en el 2013 la realización de los mismos, con una gestión más eficiente y una rotación más rápida. Por otro lado, se canceló deuda con proveedores lo que bajó el plazo de financiamiento a niveles incluso inferiores a los mantenidos históricamente, y aun con este pago se generó un flujo de fondos operativo positivo.

Adicionalmente, con la adecuación de un espacio del centro de distribución, lograron incrementar la capacidad instalada del mismo sin hacer mayor inversión en CAPEX, como estuvo previsto en las proyecciones iniciales. Una mayor eficiencia en el manejo del inventario y un mejor proceso logístico, limitó las necesidades de nuevas inversiones en activos fijos, y por ende, de la necesidad endeudamiento.

La empresa realizó un proceso de sustitución de pasivos con la colocación parcial del papel comercial, de forma que ha disminuido en alguna medida su costo financiero, estrategia que se mantendría para el próximo año.

Si bien el nivel de endeudamiento de la empresa es alto en comparación a otros emisores igual calificados, su estructura de deuda mayoritariamente de largo plazo, y las condiciones de garantías líquidas externas al balance del emisor, mitigan el riesgo de crédito. Como se mencionó en la calificación inicial, de cambiar estas características la calificación podría estar sujeta a revisión.

Para el próximo año, no se espera incremento de deuda significativo, si no para financiar las necesidades de capital de trabajo (flujo operativo negativo) asociadas al crecimiento esperado del negocio y al ciclo de abastecimiento de inventarios, que debe producirse el próximo año. Este incremento de deuda estaría acompañado por el

crecimiento del EBITDA por lo que los indicadores de endeudamiento mantendrían la tendencia positiva observada.

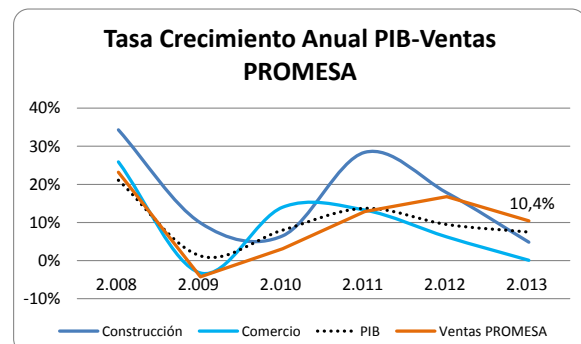
La liquidez de Promesa muestra recuperación en el 2013, y a septiembre registra niveles extraordinarios que se consumirán en el capital de trabajo hasta fin de año. Durante este período, la empresa tendrá que refinanciar al menos un 80% de su deuda de corto plazo. Como se mencionó anteriormente, la liquidez se presionará nuevamente en el 2014 por ser un año de abastecimiento de inventarios. Para el 2015, se esperaría que la deuda de corto plazo se pueda pagar en su totalidad si se cumplen las expectativas de ventas, y si se mantienen las políticas y estrategias planteadas.

El riesgo de refinanciamiento del emisor se mitiga por la estructura financiera de la operación, por el apoyo de los accionistas y por la calidad de los activos libres de gravamen (específicamente inventarios).

## ■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

## ■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



\*2013: Previsiones BCE. PIB a precios corrientes Base 2007. Fuente: BCE, PROMESA Elaboración: BWR

Según las últimas previsiones económicas publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), el año 2013 será un período de desaceleración económica en el país, en comparación a los tres años anteriores. El PIB en términos corrientes crecerá en 7.48% de acuerdo a las cifras del BCE, además, sectores que en los últimos años se mantenían dinámicos como la construcción y el comercio, disminuirían el ritmo de crecimiento a tasas menores al 5% (Construcción 4.83%; Comercio 0.08%).

De esta forma, las empresas en Ecuador se enfrentan a un ciclo bajo de crecimiento económico en este año; no obstante, varias aún mantienen la capacidad



de aprovechar oportunidades de mercado y crecer a ritmos todavía acelerados.

En el caso de PROMESA, su enfoque hacia un mercado de reposición y mantenimiento, tanto en el sector inmobiliario como en el de vehículos, y su buena posición en el mercado, le han permitido crecer a una tasa superior al 10% en este año 2013, aunque muestra también desaceleración en el ritmo de crecimiento en comparación al porcentaje de incremento del 2012 que fue 17%.

En general, la empresa se maneja en un segmento comercial, el cual evidencia una significativa reducción de su tasa de crecimiento a nivel macro. La política impulsada por el Gobierno actual, de frenar el incremento de las importaciones a través de impuestos y aranceles, y procurar el reemplazo en alguna medida de materias primas importadas con producción local, ha impactado en el desenvolvimiento del sector comercial en este año.

Esto podría ser una amenaza para las empresas comerciales locales, dependiendo de los productos específicos que manejen; no obstante, la real sustitución de materias primas para la producción, sería un proceso de mediano y largo plazo, y dependerá de la capacidad instalada del país, la cual actualmente no produce suficiente para cubrir las necesidades internas.

En cuanto a la Construcción, como actividad dentro del PIB, este es un sector que en promedio ha mostrado tasas de incremento anual de 19.2% en los últimos 10 años (términos corrientes), impulsado especialmente a partir de la dolarización de la economía y por las facilidades de financiamiento otorgadas por entidades privadas y públicas. Además, en este rubro se incluye el gasto de inversión del Gobierno en obra pública, el cual ha sido creciente en los últimos tres años.

La desaceleración del gasto del Gobierno en el 2013 es un factor que influencia a que el sector haya disminuido su ritmo de crecimiento previsto en este año.

En el caso del sector privado de la Construcción, en referencia al segmento de vivienda, desde el año 2009 la incursión del Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) con financiamiento de bajo costo, plazos más largos y facilidades, impulsó el crecimiento de la demanda de vivienda y por ende de la construcción.

A pesar de que el BIESS continúa inyectando recursos a través de préstamos hipotecarios, los participantes del mercado manifiestan que la demanda se ha desacelerado en comparación al

2012. El incremento de precios de los bienes inmuebles, en especial en los segmentos económicos medios y altos, y la contracción de la liquidez en el sistema han desestimulado la demanda.

Sin embargo, se estima que aun con la desaceleración del sector de la construcción en el presente año, sectores anexos al mismo y que tienen relación con actividades de mantenimiento y reposición, mantienen una demanda creciente.

El sector comercial ferretero en el que se desenvuelve el emisor, muestra alta competencia y bajas barreras de entrada. El sector compete por precios y por calidad de los productos importados, los mayores participantes del mercado son los que han logrado altos volúmenes de ventas y diversificación, de forma que pueden cubrir los costos de distribución.

En cuanto al sector automotriz, pese a que se espera una contracción de ventas de vehículos nuevos hasta finalizar el año, luego de haber tenido una larga fase expansiva, también se podría esperar que esta proyección no sea igual para el sub sector de repuestos, dado que, es factible que el mercado de reposición continúe generando ventas por el parque automotor ya existente en el país.

#### ▪ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Productos Metalúrgicos S.A. PROMESA es una compañía constituida a inicios de la década de los años 60 en la ciudad de Guayaquil. Su objeto social es la importación y comercialización de productos y material ferretero, así como lubricantes y repuestos automotrices.

La Compañía se provee en su mayoría (80%) de productos importados que provienen de diversos países del continente americano, Asia y Europa; un 20% es provisto por la industria local.

La empresa tiene una alta diversificación de la cartera de productos que ofrece, los cuales son clasificados por familias. En la división ferretera se manejan 37 familias y en la división automotriz son 20 familias. Las ventas no presentan concentración, ninguna familia representa más del 5% de las ventas totales.

Su cartera de clientes también es desconcentrada, manejan alrededor de 5 mil clientes, ninguno concentra más del 2% de la cartera total.

La empresa tiene su oficina principal en la ciudad de Guayaquil donde además, posee un centro de distribución tecnificado para hacer el manejo de inventarios y despacho de mercaderías a todo el país. Tiene también una oficina de ventas en Quito, que maneja temas administrativos para el área

comercial. La gestión comercial y administrativa está concentrada en la ciudad de Guayaquil.

### POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

PROMESA maneja importantes ventajas en su mercado, entre ella está la alta diversificación por productos y marcas, y la amplia base de clientes. PROMESA, al ser la compañía más grande de su mercado, tiene la capacidad de ser reguladora de precios, la competencia establece precios iguales o menores, aunque en este año ha ejercido presión en los precios, que en alguna medida afectó el margen del emisor. Además, por su naturaleza comercial, PROMESA tiene flexibilidad en el manejo de costos y precios, pese a que se maneja en un mercado sensible a los cambios de precios.

De acuerdo a la publicación de la Superintendencia de Compañías sobre las 1000 empresas más grandes por volumen de ventas del 2012, son 12 empresas las que están clasificadas por el CIU dentro de la categoría: *Venta al por mayor de artículos de ferreterías*, las cuales se detallan en el siguiente cuadro:

Empresas Comerciales Artículos Ferreteros	Ventas 2011	Ventas 2012	% Crec
COMERCIAL KYWI SA	159.180	191.330	20,2%
<b>PRODUCTOS METALURGICOS SA PROMESA</b>	<b>83.890</b>	<b>98.630</b>	<b>17,6%</b>
FERREMUNDO S.A.	78.350	80.010	2,1%
ALMACENES BOYACA S.A.	35.160	39.280	11,7%
COMERCIAL EL HIERRO CIA. LTDA.	42.720	44.070	3,2%
MEGAPROFER S.A.	37.420	47.670	27,4%
FERRETERO TRUJILLO CIA. LTDA.	34.330	38.410	11,9%
DEMACO	34.290	35.680	4,1%
MARRIOTT S.A.	22.151	22.672	2,4%
ROMAN HERMANOS CIA. LTDA	18.092	19.258	6,4%
FERRETERIA ESPINOZA S. A.	14.920	16.336	9,5%
TUVAL SA	13.660	15.672	14,7%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Revista Vistazo Elaboración: BWR

PROMESA ocupa el segundo puesto en esta clasificación, aunque es importante señalar que Comercial KYWI, que es primero en el segmento, se dedica a la venta al detalle y es el principal cliente del emisor. Frente al resto de competidores muestra mayor volumen de ventas y crecimiento más acelerado.

PROMESA es líder del mercado en la mayoría de productos que comercializa, y como proveedor local de material ferretero para otras cadenas comerciales. Según información proporcionada por el emisor, de acuerdo a investigaciones de mercado realizadas por empresas privadas, PROMESA es calificado como el mejor proveedor de artículos de ferretería y repuestos. La Compañía es líder por recordación de marca, según el estudio, y se encuentra posicionada

en los primeros lugares como proveedor de la mayoría de sus clientes.

La línea de negocio de PROMESA que individualmente registra mayor volumen de ventas es la línea de lubricantes. El mercado de lubricantes en el Ecuador es de alrededor de 23 millones de galones de venta anual. PROMESA tiene la distribución de la marca propia GP la cual tiene una participación de mercado de alrededor del 10%, compitiendo con Chevron, Valvoline y Shell.

Lubricantes, así como repuestos automotrices, han sido líneas de negocio de rápido crecimiento y alta rentabilidad, ligadas al crecimiento del parque automotor en el país.

### ▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

La empresa no es parte de ningún grupo empresarial ni tiene empresas vinculadas comercialmente, ni tampoco existen empresas de propiedad de los accionistas que tengan vinculación comercial ni de negocios con PROMESA.

### ACCIONISTAS Y SOPORTE

Son 4 empresas las que aparecen como accionistas de Productos Metalúrgicos PROMESA S.A., las mismas que comparten una participación igual de 25% cada una. Se encuentran domiciliadas en el Ecuador, y su objeto social es dedicarse exclusivamente a la tenencia de acciones, participaciones, derechos corporativos o valores en sociedades, sean éstas nacionales o extranjeras.

Nombre	Tipo Persona	Monto	%
BEROSEL S.A.	Jurídica	1.757.338	25
BIFIANCO S.A.	Jurídica	1.757.338	25
KERISAM	Jurídica	1.757.338	25
LIESCO S.A.	Jurídica	1.757.338	25

Los principales accionistas de las empresas son parte de una familia de reconocida trayectoria y conocimiento del mercado. El soporte de los accionistas se refleja en una política de no reparto de dividendos, además tienen disposición y capacidad de dar garantías para obtener financiamiento del exterior.

La compañía se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas y un Directorio. El Presidente Ejecutivo – Gerente General es el representante legal, nombrado por la Junta General de Accionistas. Los demás miembros de la plana gerencial son seleccionados por el Gerente General y nombrados por el Directorio.

La empresa cuenta con 413 empleados, tiene una importante fuerza de ventas de más de 200



vendedores y 2 gerentes del área comercial. PROMESA no tiene un Comité de Empresa y no ha experimentado problemas laborales.

#### ▪ **ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO**

La estrategia principal de la empresa gira en torno a la eficiencia en la cadena de distribución; la capacidad de la empresa de dar un servicio de calidad en el tiempo requerido por los clientes, que en su mayoría son almacenes y ferreterías, y ofrecer diversidad de productos, es lo que le da una ventaja diferencial frente a sus competidores.

Con este objetivo, en el año 2010 la Compañía decidió emprender la construcción de un *centro de distribución* en la ciudad de Guayaquil, el cual cumple con altos estándares de calidad y está manejado bajo un sistema técnico para lograr la mayor eficiencia de los inventarios. Durante el 2013, han invertido en optimizar el espacio físico del centro de forma que han ganado capacidad instalada sin mayor gasto o nuevas inversiones en espacios físicos adicionales.

La empresa se encuentra en una fase de expansión motivada por el momento de alta demanda de los productos que comercializa, es así como parte de la estrategia es orientarse al crecimiento en otras ciudades, principalmente en el centro del país donde existe un importante movimiento comercial.

Además, la Administración busca aumentar la participación de ventas de marcas propias, las cuales manejan mayores márgenes y tienen oportunidades de crecimiento en sus nichos de mercado.

Una de las principales fortalezas de la empresa es su fuerza de ventas, la Compañía tiene un importante componente de vendedores en todo el país, quienes están capacitados para ofertar la amplia gama de productos. Esto representa un gasto variable para la empresa, que es en parte el sustento del crecimiento de las ventas. Las estrategias han buscado consolidar dicha fuerza de ventas para continuar la expansión del negocio en otras ciudades.

La política de endeudamiento muestra que la deuda financiera total se ha mantenido entre el 60% y el 54% de la capitalización con tendencia a la baja en el futuro. La decisión de no repartir dividendos ha permitido financiar la diferencia de la capitalización con el 100%, de los resultados generados por la empresa. Esta política se mantendría mientras dure la emisión del caso según las proyecciones.

Los resultados se mantienen dentro del patrimonio en una cuenta de libre disponibilidad; tal como se espera, las proyecciones muestran que los resultados se mantendrían dentro de la empresa, al menos hasta que se reduzca la deuda, para mantener la flexibilidad financiera que les permita enfrentar la volatilidad del EBITDA y su disminución en períodos de contracción de márgenes y desaceleración económica.

Dentro de los próximos dos años no se esperan inversiones importantes en CAPEX, en función de las últimas proyecciones presentadas; no obstante, esto estaría sujeto al comportamiento del mercado.

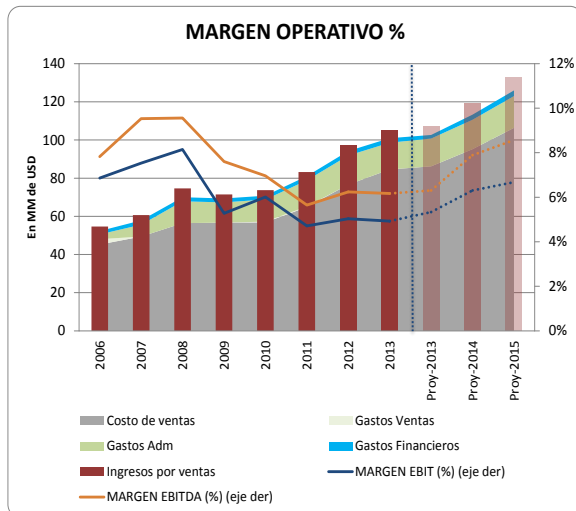
De acuerdo a la última auditoría externa, la empresa ha realizado las provisiones para jubilación patronal y derechos de los trabajadores en base a cálculos actuariales realizado por un actuario independiente y tal como manda la Ley. A la fecha de análisis esta política se mantiene según confirmación de la administración.

En relación a contingencias tributarias, según el último informe de auditoría externa, existe un reclamo administrativo por una glosa fiscal establecida por el impuesto a la renta del año 2008; no obstante dado que no existe un pronunciamiento definitivo del SRI, la Administración de la Compañía consideran que no existe una obligación tributaria pendiente pues el proceso está en etapa de resolución. (Informe Delloitte&Touche diciembre 2012).

#### ▪ **PERFIL FINANCIERO**

**Presentación de Cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados al 2009, 2010 y 2011 por firma PriceWaterHouse Coopers, bajo Normas NEC; para el año 2012 informes auditados por la firma Deloitte & Touche, bajo Normas NIIF. Además, información interina con corte a septiembre 2013, también bajo Normas NIIF.

**GESTIÓN OPERATIVA**



Fuente: PROMESA Elaboración: BWR \*Datos 2013 anualizados a septiembre.

El primer semestre del 2013 hubo desaceleración en el ritmo de crecimiento de las ventas del emisor, al igual que ha sucedido a nivel macroeconómico en el país. La proyección inicial de ventas de Promesa para el 2013 analizadas en la calificación inicial de la presente emisión, contemplaban un crecimiento del 15% anual, ahora la proyección se ajustó a un crecimiento de 10% en este año. Esta tasa está por sobre el crecimiento económico y es competitiva frente a otras empresas del sector.

Las ventas de PROMESA al mes de septiembre 2013 ascendieron a USD 78.8 MM, monto que al ser anualizado llegaría a USD 105.1 MM si mantiene el mismo ritmo; mientras que la proyección estima ventas por USD 107.2 MM. Las cifras proyectadas se basan en un mejor comportamiento del mercado en los primeros meses del segundo semestre, que se espera continúe en octubre y noviembre, siendo diciembre un mes bajo en ventas en este sector.

Se estima que la empresa podría cumplir con las ventas proyectadas del 2013, dada su posición de mercado y las cifras preliminares ya alcanzadas hasta septiembre. Para el año 2014, la proyección estima un crecimiento igual del 10%, el cual estaría respaldado en mayores captaciones de mercado y en la introducción de nuevos productos, más que en el crecimiento de las industrias a las que sirve. Las ventajas competitivas del emisor nos permiten confiar en que podría alcanzar dicho crecimiento.

En relación al margen bruto, éste muestra una tendencia a disminuir durante el año, a consecuencia de la presión de la competencia que hace que la Administración opte por no ajustar precios para no perder participación de mercado, especialmente en la línea ferretera que es más competitiva.

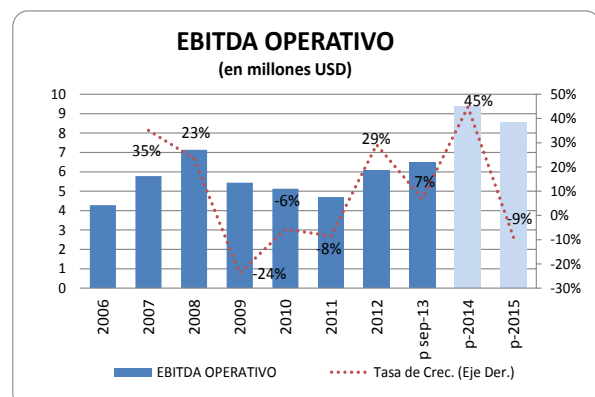
El crecimiento de ventas de este año se ha dado en mayor medida por volúmenes vendidos más que por incremento de precios; la empresa ha venido incluyendo algunas líneas nuevas, varias de marca propia en especial en la línea automotriz, con buena aceptación en el mercado, y mejores márgenes. A medida que las marcas propias ganen participación en las ventas totales, el margen podría mejorar en el corto plazo.

Hasta el mes de septiembre 2013, la empresa ha podido concretar un efectivo control de gastos operativos. El gasto operativo de este período representa el 13.8% de las ventas, cuando en el 2012 absorbía el 16.1%. La mejora en eficiencia operativa se traduce en un crecimiento del EBITDA anualizado de septiembre 2013 de 7%.

La estructura de costos de la empresa es 80% variable y 20% fijo, y en gastos operativos el más representativo es el de comercialización, principalmente la remuneración de la fuerza de ventas y el transporte de la mercadería.

Las proyecciones contemplan mejores índices de eficiencia, en parte por el crecimiento de ventas en el que se diluye parte del incremento del gasto, pero además porque se mantendrían con el mismo número de vendedores y entrarán con un nuevo operador logístico desde el último trimestre del 2013, con el cual esperan ganar eficiencia sobretodo en la distribución hacia la zona centro del país.

El comportamiento histórico del EBITDA ha sido volátil, dependiendo de los momentos de crecimiento de las ventas de la empresa y de los ciclos económicos del país, como se muestra en el siguiente gráfico.



Fuente: PROMESA Elaboración: BWR \*Datos p-2013 anualizados a septiembre.

El crecimiento del EBITDA anualizado a septiembre 2013 sería de 7%; sin embargo, según las proyecciones el incremento esperado es de 11.5%, considerando que las ventas se aceleren en los

últimos meses del año. En cambio, para el período 2014 la empresa estima que alcanzaría un EBITDA de USD 9.3 MM, que representaría un crecimiento de 45% frente a este año. Esto se daría si se cumplen las expectativas de crecimiento de ventas, mejora de margen y se mantiene el control de gastos, de acuerdo a las proyecciones analizadas, las cuales no son agresivas y están en función de las expectativas de mercado.

Históricamente la empresa no ha presentado montos importantes en el rubro de Otros Ingresos y Egresos no operacionales, y no muestra variaciones significativas a septiembre 2013.

El peso del gasto financiero es de 2.25% sobre las ventas, la tendencia ha sido decreciente en los últimos años. El costo financiero también muestra un mejor indicador en este año, en comparación a períodos anteriores, esto debido a la colocación de parte del papel comercial a menor tasa de interés, y además por la capitalización de una parte de los intereses de la deuda con el exterior. Este mecanismo se mantendría este y el próximo año.

El resultado neto alcanzado hasta el mes de septiembre 2013 fue USD 2,440 M, mientras que la utilidad proyectada sería USD 3,323 M. Los indicadores de rentabilidad del 2013 se mantienen similares a los alcanzados el año anterior, el ROA fue 4.39% y el ROE 12.40%; las proyecciones estiman mejores índices de rentabilidad en el 2014 y 2015.

▪ **Estructura del Balance**

**ACTIVOS**

Los activos totales de PROMESA ascendieron a USD 74,110 M a septiembre 2013, los cuales en 81% son activos corrientes y 19% activos fijos, en función de la naturaleza comercial de la empresa. Los activos se componen de la siguiente forma: cuentas por cobrar (39%), inventarios (36%), y propiedades (18%) son los más representativos.

La cartera del emisor ascendió a USD 28,851 M, monto que ha crecido en función del aumento de ventas, de forma que los días de rotación han sido relativamente estables. Al mes de septiembre 2013 la rotación promedio es de 100 días, que es similar a lo observado en períodos anteriores, y la proyección contempla se manejen condiciones similares.

La cartera de clientes de PROMESA es altamente diversificada, constituida por más de 5 mil clientes

en todo el país, la mayoría de ellos recurrentes; ningún cliente concentra más del 2% de la cartera.

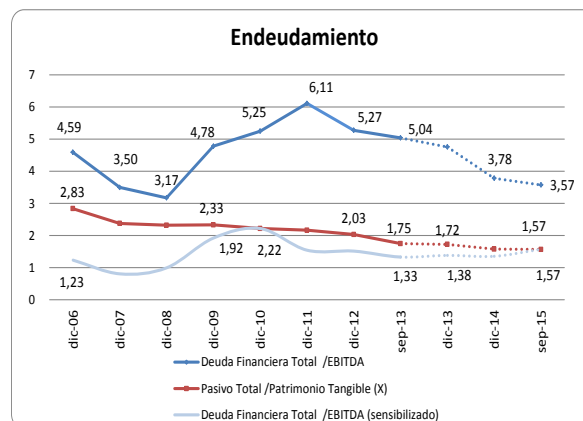
La morosidad de la cartera es baja, de 60 días en adelante se registra una morosidad de 1.5%, que con la gestión de cobranza se recupera en su totalidad.

El inventario es uno de los principales activos de la empresa y al mes de septiembre 2013 ascendió a USD 26,827 M, este monto muestra una reducción de 14% en relación al volumen observado a diciembre 2012 y marzo 2013. La razón se debe a que la Administración ha procurado la realización del inventario y mejoran los procesos de gestión de compra para evitar los excesos, así lograr un manejo más eficiente.

La rotación promedio del inventario a septiembre 2013 es de 114 días, cuando en períodos anteriores ha sido de 140 días promedio. La empresa no tiene registrado inventario obsoleto, éste se ajusta al final de cada año. Llevan un sistema de valoración de inventario promedio y control permanente de toma de inventario físico. Además, con el nuevo software utilizado para la administración del inventario esperan lograr mayores niveles de eficiencia.

El activo fijo consta principalmente de edificios de oficinas y el centro de distribución, y asciende en el balance a USD 13,212 MM a sep-2013. Otro activo de largo plazo se refiere a Activos Intangibles donde está contabilizado un software, esta cuenta asciende a USD 837 M a septiembre 2013.

**ENDEUDAMIENTO**



Fuente: PROMESA Elaboración: BWR \*Datos sep-2013 anualizados.

La estructura de endeudamiento de PROMESA es mayoritariamente de largo plazo (83%) a pesar de manejar un ciclo corto de negocio. La empresa ha financiado altos volúmenes de inventarios que rotan hasta 3 veces por año con lo que asegura la distribución en el mercado.



El financiamiento con proveedores y bancos en el corto plazo le permite cubrir las necesidades de crecimiento del capital de trabajo, además, ha podido apalancar el negocio con deuda de largo plazo la cual ha ido creciendo en el tiempo.

Las cuentas por pagar a proveedores al mes de septiembre 2013 disminuyen y representan el 15% del pasivo (20% a mar-2013). La contracción de la deuda con proveedores se da por una mejor gestión en la compra de los inventarios y el prepago de una porción de la deuda comercial, dado que la empresa cuenta con la liquidez para cancelar esta, y así generar beneficios. De esta forma, la rotación de las cuentas comerciales disminuyó a 29 días promedio, cuando antes manejaban 45 y 60 días.

La deuda bancaria de corto plazo fue reemplazada en un 50% por la colocación del papel comercial, con un beneficio en tasa de interés en comparación a la tasa mantenido con crédito bancario.

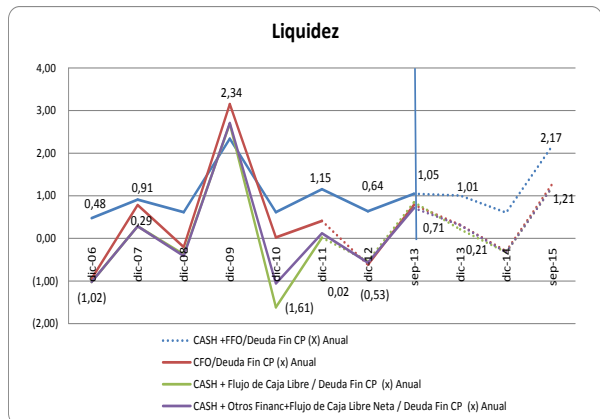
En relación a la deuda de largo plazo esta asciende a USD 24 MM que están financiados por un banco del exterior, con una garantía externa a la empresa, y vence en el año 2017; de manera que esta deuda no requiera de fondos internos al menos en los próximos dos años, y cubre el riesgo de tipo de cambio, en caso de que existiera un cambio de moneda en el país. Además, mantienen una deuda por USD 3.2 MM con una entidad bancaria local, con garantías reales.

El nivel de endeudamiento de la empresa ha sido históricamente alto, además se incrementó en el período 2009 – 2011 por el financiamiento de la construcción del centro de distribución. A partir del 2014, el nivel de endeudamiento sobre el EBITDA disminuiría a niveles más adecuados siempre que se alcancen los volúmenes de generación esperados, y no se recurra a nueva deuda como indica la proyección analizada.

Dadas las condiciones de la deuda de largo plazo con el exterior, que mantiene una garantía externa, se ha realizado una sensibilidad a los índices sin considerar este monto de deuda por las características de la garantía, de forma que el indicador disminuye a 1.33 veces el EBITDA a septiembre 2013.

El nivel de apalancamiento en función del patrimonio tangible se muestra estable, el índice a septiembre 2013 fue 1.75:1. El patrimonio se fortalece con la retención de la totalidad de las utilidades generadas que se quedan en una reserva para futuras capitalizaciones.

■ **Capacidad de Pago y Liquidez**



Fuente: PROMESA Elaboración: BWR \*Datos sep-2013 anualizados.

La liquidez de la empresa ha sido históricamente volátil, dependiendo de los momentos de crecimiento de las ventas y los requerimientos de capital de trabajo, asociados especialmente a inventarios.

Al mes de septiembre 2013, el EBITDA operativo generado fue suficiente para cubrir los gastos financieros y de impuestos, además de la variación de capital de trabajo negativa por USD 1 MM, de forma que presenta un flujo de caja operativo (CFO) positivo en USD 1.3 MM en el período analizado.

El Flujo de Caja Operativo (CFO) es altamente vulnerable al crecimiento de las ventas ya que éste conlleva mayores necesidades de financiar cartera e inventarios y, de acuerdo a las cifras presentadas, el apoyo de financiamiento por parte de proveedores es limitado. Dado que el crecimiento de ventas en este período se desaceleró y se realizaron inventarios, la variación negativa del capital de trabajo no fue en un monto tan alto como esperaban las proyecciones iniciales.

Además, la liquidez se beneficia también de otros ingresos no operativos por USD 1 MM en este período. Sin embargo, la liquidez que se muestra hasta septiembre 2013, será absorbida hasta fin de año por las necesidades de capital de trabajo y CAPEX.

Los indicadores de liquidez a septiembre son positivos; si se suma el monto de la caja al CFO, la empresa tendría la capacidad de pagar el 80% de la deuda de corto plazo y solo un 20% tendría que refinanciar al momento. Sin considerar la caja, el porcentaje disminuye a 34%.

La empresa mantiene un riesgo de refinanciamiento, aunque menor en comparación a otros períodos, pero que podría mitigarse en función de la calidad de sus activos, el respaldo de los accionistas y su estructura de negocio.



## EMPRESA: PROMESA

(Miles de USD)	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-13
<b>RESULTADOS</b>						
Ventas	74.671	71.501	73.715	83.179	97.142	78.800
% crecimiento	23,2%	-4,2%	3,1%	12,8%	16,8%	8,2%
Costos	-56.434	-56.710	-56.858	-64.845	-76.628	-63.427
% crecimiento	14,3%	0,5%	0,3%	14,0%	18,2%	10,4%
MARGEN BRUTO (%)	24,4%	20,7%	22,9%	22,0%	21,1%	19,5%
Otros Ingresos Operativos	0	0	45	23	0	0
% crecimiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7.136	5.437	5.131	4.696	6.065	4.864
MARGEN EBITDA (%)	9,6%	7,6%	7,0%	5,6%	6,2%	6,2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7.136	5.437	5.131	4.696	6.065	4.864
MARGEN EBITDAR (%)	9,6%	7,6%	7,0%	5,6%	6,2%	6,2%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos)	1.053	1.661	697	774	1.177	980
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6.083	3.776	4.433	3.922	4.889	3.884
MARGEN EBIT (%)	8,1%	5,3%	6,0%	4,7%	5,0%	4,9%
Gasto Financiero del período	-2.155	-2.055	-1.999	-2.222	-2.368	-1.777
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	2,9%	2,9%	2,7%	2,7%	2,4%	2,3%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	10,1%	8,5%	7,6%	8,0%	7,8%	7,3%
Impuestos a la renta	-956	-636	-721	-531	-774	-688
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	23,3%	32,9%	24,8%	22,2%	19,6%	22,0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	3,5%	9,1%	14,0%	24,6%	36,0%	27,7%
UTILIDAD NETA	3.139	1.298	2.192	1.860	3.166	2.440
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	4,2%	1,8%	3,0%	2,2%	3,3%	3,1%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	23,2%	8,3%	12,8%	9,3%	13,5%	12,4%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	7,2%	2,6%	4,0%	3,0%	4,5%	4,4%
<b>FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)</b>						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	4.192	2.959	2.889	2.635	4.343	3.420
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-5.787	3.763	-3.592	-2.370	-7.401	-1.035
<b>Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>-2.883</b>	<b>4.614</b>	<b>-7.557</b>	<b>-1.685</b>	<b>-3.990</b>	<b>1.503</b>
Inversión en Activos Fijos	-1.288	-2.109	-6.854	-1.846	-426	-882
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	-104	-506	0
<b>Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>-2.883</b>	<b>4.614</b>	<b>-7.557</b>	<b>-1.685</b>	<b>-3.990</b>	<b>1.503</b>
Variación Neta de Deuda Financiera	2.425	3.353	942	1.767	3.300	681
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-101	-253	0	-1	16	100
Otros Financiamientos, Neto	-253	97	-197	330	-232	-726
<b>Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período</b>	<b>-812</b>	<b>7.811</b>	<b>-6.812</b>	<b>410</b>	<b>-906</b>	<b>1.558</b>
<b>Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FTCH</b>						
EBITDA OPERATIVO	7.136	5.437	5.131	4.696	6.065	4.864
(-) Gasto Financiero del período	-2.155	-2.055	-1.999	-2.222	-2.368	-1.777
(-) Impuesto a la renta del período	-956	-636	-721	-531	-774	-688
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pa	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>4.025</b>	<b>2.745</b>	<b>2.411</b>	<b>1.943</b>	<b>2.923</b>	<b>2.399</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-5.787	3.763	-3.592	-2.370	-7.401	-1.035
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>-1.761</b>	<b>6.508</b>	<b>-1.181</b>	<b>-427</b>	<b>-4.478</b>	<b>1.364</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	167	214	479	691	1.420	1.021
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-101	-253	0	-1	16	100
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1.288	-2.109	-6.854	-1.846	-426	-882
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-2.984</b>	<b>4.361</b>	<b>-7.557</b>	<b>-1.686</b>	<b>-3.974</b>	<b>1.603</b>
<b>VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA</b>	<b>2.425</b>	<b>3.353</b>	<b>942</b>	<b>1.767</b>	<b>3.300</b>	<b>681</b>
<b>OTROS FINANCIAMIENTO NETO</b>	<b>-253</b>	<b>97</b>	<b>-197</b>	<b>330</b>	<b>-232</b>	<b>-726</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>-812</b>	<b>7.811</b>	<b>-6.812</b>	<b>410</b>	<b>-906</b>	<b>1.558</b>
<b>FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)</b>	<b>5,39%</b>	<b>3,84%</b>	<b>3,27%</b>	<b>2,34%</b>	<b>3,01%</b>	<b>3,04%</b>
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	7.136	5.437	5.131	4.696	6.065	4.864
<b>BALANCE</b>						
Caja e Inversiones Corrientes	328	8.138	1.328	1.738	832	2.391
<b>Activos Totales</b>	<b>49.021</b>	<b>52.424</b>	<b>56.278</b>	<b>67.132</b>	<b>73.959</b>	<b>74.110</b>
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	7.075	4.650	6.076	3.194	5.898	5.335
Pasivo financiero Largo Plazo	15.550	15.550	15.550	21.450	22.813	24.056
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	47	207	782	692	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	22.625	25.978	26.919	28.687	31.987	32.667
Pasivos con Proveedores	5.820	6.044	5.788	10.582	12.141	6.832
Otros Pasivos	5.525	4.306	5.281	6.077	4.862	7.100
Pasivos Totales	33.970	36.327	37.989	45.346	48.990	46.599
<b>Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)</b>	<b>15.050</b>	<b>16.096</b>	<b>18.288</b>	<b>21.786</b>	<b>24.968</b>	<b>27.509</b>
<b>Patrimonio Tangible</b>	<b>14.653</b>	<b>15.594</b>	<b>17.149</b>	<b>20.953</b>	<b>24.131</b>	<b>26.672</b>
<b>Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible</b>	<b>444</b>	<b>709</b>	<b>1.921</b>	<b>1.525</b>	<b>837</b>	<b>837</b>
<b>Capitalización ****</b>	<b>37.675</b>	<b>42.074</b>	<b>45.208</b>	<b>50.473</b>	<b>56.955</b>	<b>60.176</b>
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0
<b>Pasivos fuera de Balance</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>GARANTÍA GENERAL</b>						
Activos Pignorados	0	0	0	0	0	11.309
Activos diferidos	0	0	0	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	49.021	52.424	56.278	67.132	73.959	62.801
<b>Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado</b>	<b>49.021</b>	<b>52.424</b>	<b>56.278</b>	<b>67.132</b>	<b>73.959</b>	<b>62.801</b>
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	0	0	2.500
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	0	0	0	1
Límite Legal para Emitir Obligaciones	39.217	41.939	45.022	53.705	59.167	50.240

### EMPRESA: PROMESA

(Miles de USD)

dic-08 dic-09 dic-10 dic-11 dic-12 sep-13

#### INDICADORES FINANCIEROS

##### COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING

EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3,31	2,64	2,57	2,11	2,56	2,74
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2,71	1,62	-0,86	1,28	2,38	2,24
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	3,31	2,64	2,57	2,11	2,56	2,74
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	2,87	2,34	2,21	1,87	2,23	2,35
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	0,18	4,17	0,41	0,81	-0,89	1,77
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2,87	2,34	2,21	1,87	2,23	2,35
CFO/cargos fijos	-0,82	3,17	-0,59	-0,19	-1,89	-0,64

##### APALANCAMIENTO

Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad fina	3,17	4,78	5,25	6,11	5,27	5,04
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad	3,12	3,28	4,99	5,74	5,14	4,67
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	5,62	9,46	11,17	14,76	10,94	10,21
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	60%	62%	60%	57%	56%	54%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	5%	5%	6%	16%	0%	0%
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0,67	0,72	0,71	0,63	0,65	0,70
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	2,32	2,33	2,22	2,16	2,03	1,75
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	2,32	2,33	2,22	2,16	2,03	1,75
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	1,54	1,67	1,57	1,37	1,33	1,22
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	5%	8%	0%	0%	-1%	-13%

##### LIQUIDEZ

Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0,31	0,18	0,23	0,11	0,18	0,16
FFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,57	0,59	0,40	0,61	0,50	0,60
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0,00	1,00	2,00	3,00	4,00	6,00
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,62	2,34	0,62	1,15	0,64	1,05
CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,20)	3,15	0,02	0,41	(0,62)	0,79
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	-	1,00	2,00	3,00	4,00	6,00
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,38)	2,69	(1,61)	0,02	(0,53)	0,85
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	1,00	2,00	3,00	4,00	6,00
CASH + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,00	1,00	2,00	3,00	4,00	6,00

##### OTROS INDICES

Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	28.272	34.632	30.453	35.668	39.455	42.950
Liquidez Acida (x)	119%	208%	157%	155%	139%	194%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	116%	202%	144%	148%	136%	183%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	136%	132%	121%	118%	123%	129%
Patrimonio / Activo Total (x)	31%	31%	32%	32%	34%	37%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	4	4	4	3	4	4
Días de cuentas por cobrar	100	98	103	106	101	100
Rotación de inventarios (x)	2	3	3	2	2	3
Días de inventarios	159	128	138	144	147	114
Rotación de cuentas por pagar (x)	10	9	10	6	6	12
Días de cuentas por pagar	37	38	37	59	57	29
Rotación Capital de Trabajo	2	2	2	2	2	2
Días de Capital de Trabajo	180	220	193	198	185	183
Días de Ciclo de Operación	(41)	32	(11)	6	(6)	(2)
Activo corriente / Pasivo corriente	259%	357%	298%	302%	291%	352%

(x) Índice expresado en número de veces

\* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

\*\* Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

\*\*\*\* Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.



## Anexo 2

## Entorno Macroeconómico

**DATOS GENERALES**

	2011	2012	2013 prev. *
Inc. PIB (Año base 2007) %	7.50	5.01	4.05
PIB CORRIENTE ( Mill USD)	77,832	84,682	90,326
Inc. PIB CORRIENTE%	14.78%	8.80%	6.66%
Inflación Anual %	5.41	4.16	3.93%
Total Ingresos	18,600	20,405	25,454
Total Gastos	22,342	24,642	30,515
Deficit / Superavit	(3,742)	(4,237)	(5,061)
Deuda Gobierno **	14,552	18,694	20,197
Deuda Interna **	4,506	7,781	7,866
Deuda externa **	10,046	10,913	12,331
Deuda total del Gobierno / PIB%	18.6%	25.0%	22.36
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12.8%	14.9%	13.65
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5.8%	11.0%	8.71
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99.75	91.82	96.39
Precio Programado Petroleo		79.3	84.9
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23.5%	20.6%	21.4%

Fuentes: Analisis Semanal  
Fuente Banco Central

**Debe tomarse en cuenta que la deuda menor a 360 días el Gobierno no la contabiliza como tal**

\*\* Datos a marzo 2013  
\* Presupuestp del Estado para 2013

**ANTECEDENTE**

A la fecha de este reporte, la Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria para el 2013, la que fuera enviada por el Ejecutivo con carácter de urgente el 5 de julio 2013.

Conforme dicta la Constitución de la República, en año de elecciones, es el nuevo Gobierno el que debe efectuar el presupuesto, explicando por qué se presentó, transcurrido ya el primer semestre del año 2013. Se espera que en los próximos meses se anuncie la proforma para el 2014.

**SECTOR REAL**

**Producto Interno Bruto (PIB):** Las proyecciones para el 2013, de acuerdo a la proforma, indican un crecimiento del 4.05%, porcentaje inferior al alcanzado en el 2012 que fue 5.1%. La desaceleración, a pesar del incremento del presupuesto en 24%, obedece a que gran parte del monto de gastos es corriente y una reducción en el crecimiento de la construcción.

Algunos estimados de Organizaciones Multinacionales son menos alentadores, así el Banco Mundial proyecta que la economía crecerá en 3.8%; la CEPAL menciona una desaceleración de 1.2%, para llegar a 3.5%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración de la Economía.

Factores externos como el estancamiento o caída del precio del petróleo, una revalorización del dólar frente a las monedas de los países vecinos, la desaceleración de la economía china, nuestro principal proveedor de fondos, incidiría en limitar el crecimiento planificado del País.

**Las manufacturas** ofrecen un importante aporte al crecimiento (5.8%) para el 2013, siendo uno de los mayores aumentos de los últimos años, con un aporte del 12.6% del PIB.

Se estima que la **Construcción** crecerá el 6%, porcentaje bastante inferior al alcanzado en el 2011 de 21.6% y 2012 de 14%, sin embargo, mantiene un aporte significativo de 11.1% del PIB.

**El petróleo y la refinación**, tendrán un componente de 11.3% del PIB. En el primer semestre del 2013, el precio de crudo del oriente terminó en USD 97.45 el barril, registrando un alza respecto de diciembre 2012 de USD 5.63.

Se considera que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2013, lo cual generaría mayores retos al Gobierno, por la dependencia que tiene la economía en el petróleo y el hecho de que los gastos continúan aumentando en mayor proporción a los ingresos.

**La inflación** a mayo del 2013, mantiene un comportamiento a la baja, es así que llega a 3.01%, inferior a la registrada en mayo 2012 que fue de 4.85%. En el presupuesto para el 2013, se proyecta la inflación en 3.9%, que no se presenta difícil de alcanzar, de continuar la actual trayectoria.

**El Mercado Laboral:** La tasa de desempleo, respecto a diciembre 2012, disminuyó en 0.14%, tanto a nivel urbano como rural, situándose a junio 2013 en 4.9%.

**El salario básico** unificado para el 2013 es de USD 318.00, con un incremento del 8.9%, (USD 292.00 a junio 2012).

**Las tasas de interés** referenciales no han registrado cambios, conservándose estables y no se esperarían variaciones en el corto, plazo. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Las tasas de interés de los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.



## SECTOR EXTERNO

La **balanza comercial** a mayo 2013, presenta un déficit acumulado de USD 287 millones FOB, mayor al obtenido a mayo 2012, que fue positivo en USD 581 millones. Esta diferencia se da debido a una mayor exportación gracias a los altos precios del petróleo en el 2012, (USD 101.68 a mayo 2012; USD 96.39 a mayo 2013), en volumen se mantuvieron casi iguales, con una diferencia menor para este periodo 2013 de 207m barriles.

### EXPORTACIONES USD 10,173mm (mayo 2013).

Las exportaciones anuales disminuyeron en -1.43%. Las **petroleras** suman USD 6,385.2 mm disminuyendo en -11.64% (incluidos los derivados). Las exportaciones petroleras representan el 55.46% del total.

Las **exportaciones no petroleras** suman USD 4,530.62mm; en valores monetarios se incrementan en 15.12%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación, del total exportado, siguen siendo el banano (10.37%), el camarón (6.2%), los productos de mar (5.9%) y las flores (3.7%).

### IMPORTACIONES USD 10,435.84 mm, (mayo 2013).

A mayo 2013 las importaciones se incrementan en 7.17% en términos monetarios, sin que se registren crecimientos significativos en los diferentes rubros importados excepto en los bienes de consumo que disminuyen en monto (-4.59%). Los otros rubros conservan una participación del total general similar al año anterior, así tenemos materias primas (31.36%), bienes de capital (27%) y los combustibles y lubricantes, que crecen en 13.92% y su participación sube a 23% de las importaciones.

## SECTOR PÚBLICO

El **Presupuesto General del Estado (PGE)** proyectado a diciembre 2013 registra un crecimiento de 24.7% con un déficit de USD 5,061 millones. El crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, el cual alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja. La disminución en el crecimiento de China, la situación reprimida de Europa, la paralización de la refinería de Esmeraldas, entre otros factores, tendría incidencia negativa en los ingresos petroleros del País.

## PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

### INGRESOS

	2011	2012	2013 pres	Variación 2012/2013
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>18,600</b>	<b>20,405</b>	<b>25,454</b>	<b>24.7%</b>
<b>TRIBUTARIOS</b>	<b>9,426</b>	<b>10,362</b>	<b>12,793</b>	<b>23.5%</b>
<b>PETROLEROS</b>	<b>7,341</b>	<b>8,401</b>	<b>8,690</b>	<b>3.4%</b>
<b>NO TRIBUTARIOS</b>	<b>1,234</b>	<b>1,130</b>	<b>2,946</b>	<b>160.7%</b>
<b>Transf Corrientes</b>	<b>422</b>	<b>89</b>	<b>1,025</b>	<b>1051.0%</b>
<b>Otros, autogestion.</b>	<b>177</b>	<b>423</b>	<b>-</b>	

Fuente: Análisis Semanal

Elaboración BWR

### EGRESOS

	2011	2012	2013 pres	Variación 2012/2013
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>22,342</b>	<b>24,642</b>	<b>30,515</b>	<b>23.8%</b>
<b>Gasto Corriente</b>	<b>14,966</b>	<b>16,699</b>	<b>19,347</b>	<b>15.9%</b>
- Sueldos	6,519	7,547	7,884	4.5%
- Bienes y servicios	5,396	5,996	8,138	35.7%
- Transferencias y otros gastos	2,312	2,352	2,678	13.9%
<b>Financieros</b>	<b>740</b>	<b>804</b>	<b>647</b>	<b>-19.5%</b>
<b>Gasto de Capital</b>	<b>7,376</b>	<b>7,943</b>	<b>11,168</b>	<b>40.6%</b>

Fuente: Análisis Semanal

Elaboración BWR

### Tributación:

La recaudación de impuestos ha mantenido un crecimiento continuo, a mayo se reporta un 13.8% respecto al 2012 y la tendencia ha sido persistente durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 15.6%, de acuerdo a lo planificado con el SRI.

El ISD o impuesto a la salida de divisas ha tenido un incremento importante, debido al aumento de la tasa de recaudación de 2 al 5%, convirtiéndose en el tercer impuesto en importancia.

### Gastos:

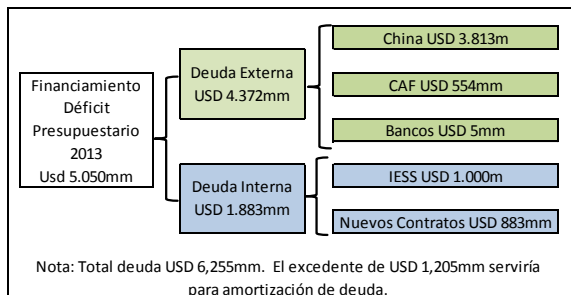
El cambio ajustado a precios constantes del 2007, da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sea menor, lo que da mayor holgura al gasto público, para seguir creciendo.

El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (63.4%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Los créditos recibidos tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a marzo 2013 la deuda total suma USD 20,197 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,866 millones y deuda externa de USD 12,331 millones registrando un incremento de diciembre 2012 a marzo 2013 del 12.36%. El porcentaje de la deuda PIB, por efectos del cambio

en la matriz del presupuesto, bajaría de 25% en dic 2012 a 22.4% proyectada a dic 2013.

### FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2013

Elaboración: BWR

### SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012, han empezado a influir en los resultados del Sistema Financiero, especialmente en cuanto a las tendencias y modalidades de crédito y a la obtención de utilidades, las mismas que de acuerdo a las expectativas, se han reducido substancialmente.

El sistema financiero Bancos (junio 2013), registra **activos brutos por USD 29,410 millones**, con un crecimiento anual de 9.2% y en el lado de los pasivos **USD 25,286 millones**, con un crecimiento de 9.2%.

Las **captaciones del público** llegaron a **USD 22,529 millones**, con un crecimiento anual de 9.3%; la cartera a junio 2013 registra un valor de **USD 16,618 millones**, con un incremento de 10.5% frente a junio 2012.

El Sistema continúa creciendo de forma importante, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores debiendo tomar en cuenta el crecimiento de la **cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses)**, que en este periodo fue de 15.2%.

La **morosidad** muestra una tendencia creciente en el sistema (3.07%), en parte explicada por crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

La **cobertura de provisiones a total cartera**, en este semestre, comparado con el año anterior, vemos que se ha fortalecido subiendo de 5.98% a 6.54%, debido a un mayor gasto de provisión en el periodo.

La oferta monetaria continúa creciendo, pero en menor intensidad que la habitual.

#### Cartera de Crédito

El sistema financiero bancos continúa el crecimiento de su cartera en USD 1,582mm, respecto a junio 2012.

Se mantiene como principal rubro la cartera comercial 47%, seguida por cartera de consumo 35%; cartera de vivienda 8.3%; cartera micro empresarial 7.7%. La cartera de crédito educativo es aún muy pequeña.

#### Resultados USD 125 millones.

A junio del 2013, el Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 63.6 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de 33.8%. El sistema de Cooperativas tiene un pequeño incremento del 1.7%, las financieras un decrecimiento del 34.2% sin tomar en cuenta Diners Club; no sucede igual con los bancos Públicos que tienen un incremento del 38% (en parte influenciado por utilidades generadas por Banco Pacífico a la CFN).

### SECTOR PRIVADO

Se espera que el 2013 sea un complejo año fiscal, por las mismas palabras del Presidente Correa, lo cual ha dado paso a que el gobierno de ciertas manifestaciones de apertura y acercamiento a la empresa privada. Un gesto importante fue la actitud con los empresarios en su viaje a Alemania, incluyéndoles a estos como parte de su agenda, sin embargo, existen mensajes contradictorios con la renuncia al ATPDEA, manteniendo el entorno para la inversión privada más incierto y desfavorable.

Varias leyes que serán tramitadas en este año, mantienen la incertidumbre en los empresarios, tomando en cuenta que este gobierno se ha declarado de rasgo socialista, hace prever que las reformas tendrán el mismo alcance, limitando y reduciendo los resultados de las empresas y la confianza de estas para nuevas inversiones.

Actualmente están en carpeta de la Asamblea Nacional el trámite del Código del Trabajo; Ley de Aguas; Ley de Tierras; reformas tributarias, además de la aplicación de la Ley del Control del Poder del Mercado. Esta ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del Ejecutivo.

Las restricciones antes anotadas, el incremento de costos laborales y las deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales, lo cual limita el crecimiento potencial de las exportaciones.

### PERSPECTIVAS 2013

Se esperaría que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios con el nuevo presupuesto se mantiene y en lo internacional se complican las



relaciones comerciales con nuestros principales socios. Se anuncia una nueva reforma tributaria con mayores cargas impositivas.

Las expectativas de incentivar o conseguir mayor inversión extranjera no son muy prometedoras.

Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2013, no así en los siguientes años.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que no se dio en el 2012, se haría en 2013, lo cual explicaría en parte la desaceleración esperada de la economía y reduciría los ingresos para el Estado.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones, por factores que afectan el sector como son: el crecimiento de los costos internos, el impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

**Fuentes:** Banco Central del Ecuador, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio, diario HOY, Revista Lideres.

**Elaboración:** BWR, julio, 2013.

**Corte de información:** marzo - junio 2013, proyección a diciembre 2013.