

Ecuador
Emisión Obligaciones**Empresa Durini Industria
de Madera C.A. EDIMCA****Calificación - VI Seguimiento**

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo Cambio
Emisión de Obligaciones	AA	AA-	Nov/10

Resumen Financiero

(Miles USD)	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011	mar-12
Activos	18.806	22.361	25.546	30.022	34.490	34.641
Ventas	47.897	59.316	56.344	63.615	72.022	17.502
Margen EBITDA (%)	5,41	6,31	4,96	5,79	7,09%	6,63%
ROA (%)	4,83	11,71	11,01	9,99	8,97%	9,51%
Deuda Financ. Tot. / Capitalización (%)	0,42	0,32	0,32	0,28	0,25	0,25
Deuda Financiera Total / FFO (x)	2,62	1,49	2,83	1,84	1,26	1,07

*La información financiera 2009 al 2011 corresponde a información auditada bajo normas NIIFs.

Descripción de la Emisión

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA
Monto emitido:	USD 5.000.000
Serie 1	USD 3.000.000
Serie 2	USD 2.000.000
Monto en circulación:	USD 1.877.000
Monto colocado:	USD 5.000.000
Plazo:	1440 días (4 años)
Próximo vencimiento:	14-Jun-2012 y 25-Jun-2012
Vencimiento Final:	25-sep-13
Cupón de Interés:	TPR* + 2 puntos porcentuales anuales, reajutable cada 90 días
Rendimiento promedio:	6,53% Pasiva ref. + 2 pto.
Pago de Interés:	Trimestral
Modalidad Cálculo Pago:	360/360
Amortización:	Pago de Capital Trimestral
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Sustitución de pasivos e inversión en activos fijos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Oblicorp Cía. Ltda.
Agente Colocador:	Probrokers S.A. Casa de Valores
Agente Pagador:	Banco de la Producción S.A. Produbanco
Representante Obligacionistas:	Manuel Fernández De Córdova Representaciones Cía. Ltda.

*Tasa Pasiva Referencial publicada por el Banco Central del Ecuador

Actividad del Emisor:

Empresa Durini Industria de Madera Compañía Anónima EDIMCA, comercializa a nivel nacional productos primarios madereros, industrializados y producidos por empresas relacionadas del grupo maderero Durini.

Contactos

Patricia Pinto
(593 2) 22 69 767
pintop@bwratings.com

Sonia Rodas
(593 2) 2922 426
srodas@bwratings.com

FECHA COMITE: 30 Mayo/2012**ESTADOS FINANCIEROS AL: 31/Marzo/ 2012****RAZONAMIENTO DE LA
CALIFICACIÓN**

Con base en los estados financieros auditados del año 2011, y los estados financieros internos e información adicional con corte a marzo del 2012, de Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de "AA" a la emisión de obligaciones generales que se analiza en este estudio.

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

La calificación otorgada es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación si 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 sostiene en la capacidad de la empresa para generar flujos y rentabilidad operativa, con productos bien posicionados que han logrado aprovechar las tendencias de crecimiento económico del entorno operativo en general incluyendo varios sectores relacionados como el de la producción de muebles y la construcción. El sector maderero mantiene perspectivas de crecimiento estables y positivas aunque con tasas menores a las de los dos últimos años.

Si bien la competencia ha crecido especialmente en el último año, y fundamentalmente por el ingreso de productos importados, sus ventajas competitivas le han permitido mantener su posición como líder de mercado en las líneas comerciales más importantes. Se considera como una de las fortalezas de la empresa su amplia red de distribución con locales ubicados en todo el país. Su posición en el mercado le permite administrar sus precios y/o volúmenes de ventas de los distintos productos en función de alcanzar mejores márgenes.

Mantiene estrategias comerciales proactivas adoptadas, por una administración con experiencia en el segmento de mercado que maneja y con preparación técnica adecuada.

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.



La tendencia positiva y estable del EBITDA se mantiene gracias al manejo adecuado de las estrategias de mercado y los precios de los diferentes productos logrando una mejora en el margen bruto, que es suficiente para absorber el incremento de los gastos operativos y mantener una tendencia positiva del EBIT.

El comportamiento estable del EBIT y del EBITDA, limitan el riesgo del negocio de EDIMCA.

La generación histórica y esperada de flujos operativos tiene la capacidad de financiar los requerimientos de capital de trabajo, y la mayor parte de los requerimientos de las inversiones en activos fijos.

La necesidad de endeudamiento externo de la empresa depende de las decisiones que se adopten en cuanto al pago de dividendos, a las inversiones en CAPEX y en cuanto a la transferencia de fondos a otras empresas del grupo. Estas decisiones son las que presionan la liquidez especialmente en momentos en que la mayor parte de la deuda financiera es de corto plazo.

.En el 2011, la deuda financiera se refinanció totalmente ya que el flujo operativo fue utilizado para el incremento extraordinario y no previsto de inventarios.

A mar-12 luego del pago de dividendos, el flujo de caja libre fue negativo. Este fue financiado por recursos provenientes de la venta de inversiones en acciones de las empresas relacionadas que EDIMCA mantenía en su balance.

La venta de las acciones generó una liquidez coyuntural que se refleja en caja y en los indicadores de flujo de caja libre más caja / deuda de corto plazo. Una vez que se paguen pasivos operativos de corto plazo los indicadores de liquidez se reducirán por la contracción de la caja y por la disminución en el balance de los pasivos operativos.

En todo caso, se incorpora en la calificación la expectativa de que los indicadores de liquidez muestren una tendencia positiva y no bajen de lo mostrado en el año 2010.

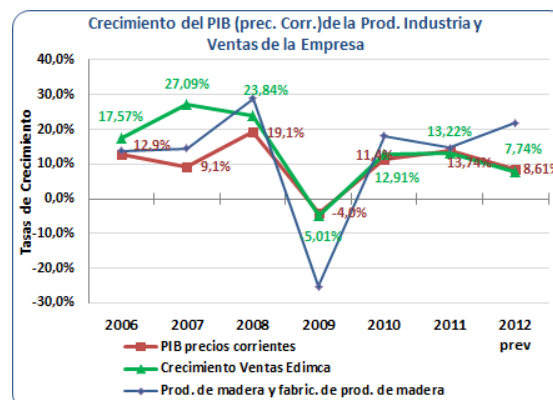
El apalancamiento de la empresa tanto en relación a la generación operativa como al patrimonio tangible se mantiene en niveles más bien bajos que mitigan la inestabilidad observada en las coberturas de liquidez.

La emisión de obligaciones del caso contempla resguardos en la estructura en relación a la liquidez y al endeudamiento, los cuales se están cumpliendo con excedentes importantes. La garantía general cubre adecuadamente la emisión.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver anexo 2.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



Fuente: BCE Elaboración: BWR

La comercialización de madera es altamente sensible al desarrollo de la industria dedicada a la fabricación de muebles de madera y productos dirigidos al sector de la construcción, que a su vez dependen del crecimiento económico del país.

En el período 2005 al 2011 se observa que la industria de la madera y fabricación de productos de madera tiene un comportamiento con variaciones más pronunciadas que el PIB, en períodos de crecimiento, como el año 2009, sus ritmos son mayores y en años de desaceleración económica sus caídas son también más pronunciadas, debido a la relación directa que tienen frente al crecimiento de otros sectores como son especialmente la construcción (nueva y remodelaciones) y su financiamiento.

El Sector de la construcción tuvo un crecimiento de 18.6% y según la información publicada por la SBS y las estadísticas del BIESS, el mercado hipotecario al mes de marzo 2012, ascendería a USD 4,181 MM, donde ahora el BIESS alcanza la mayor participación con el 43% del mercado hipotecario, el sistema financiero privado reduce su participación a 41%, y la cartera titularizada representa el 15%.

Para el año 2012 el Banco Central del Ecuador proyecta un crecimiento en el sector 21.8% en la industria de la madera y sus productos (11% a precios constantes)

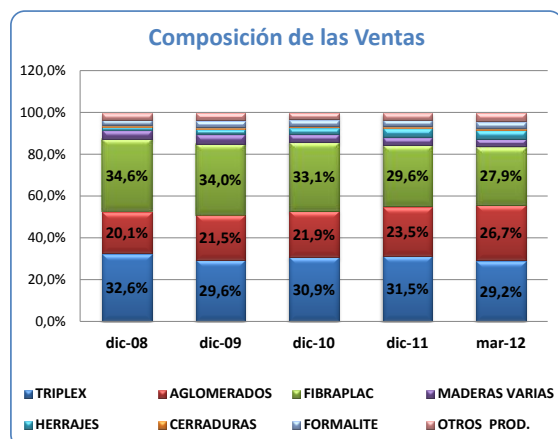
En el año 2011 el crecimiento del crédito hipotecario fue de 29% y un crecimiento promedio anual de 24 % en los últimos 3 años en el sistema financiero público y privado. Crecimiento que se explica por el déficit de vivienda en los diferentes segmentos de la población, en la calidad o menor riesgo de este tipo de cartera y en la política de reactivación económica generada desde el sector financiero público.

Las ventas de Edimca mantienen una mayor estabilidad que su industria que está más bien cercana a las tendencias generales de economía, expresadas más bien en la tendencia del PIB, lo que se explica por la diversificación de sectores económicos y actividades productivas que utilizan sus productos, a la gestión y estrategias de la empresa y sobre todo a las ventajas competitivas que mantiene entre las que está su red de distribución a nivel nacional.



Adicionalmente, una barrera de entrada a este sector es la capacidad de asegurar el abastecimiento con el almacenamiento óptimo de los productos. Ello hace del sector maderero primario (transformación) un mercado con pocos ofertantes cuya diferenciación se centra en ventajas competitivas.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA



Fuente: Edimca Elaboración: BWR

EDIMCA se constituyó en Quito en 1964, es una empresa comercializadora de productos de madera y derivados, que conforma parte del grupo maderero Durini.

Se desenvuelve en un mercado competitivo donde tres participantes captan el 97% y EDIMCA posee el 40,2%. La calidad en sus productos, junto con la experiencia en la integración con proveedores, principalmente empresas relacionadas, les ha permitido consolidar su presencia y prestigio en el mercado local.

Las ventas son locales, llega a más de 40.000 clientes a través de 20 sucursales distribuidas en todo el país, 4 franquicias, 190 distribuidores a nivel nacional.

Maneja 7 líneas de productos, 3 de ellos relacionados con diferentes tipos de tableros de madera, productos provistos por compañías pertenecientes al mismo grupo económico, que representan el 87,5% de sus ventas. Complementan sus ingresos con la comercialización de algunas marcas internacionales de productos importados como láminas, cerraduras, barras de seguridad, entre otros.

En las tres principales líneas de negocios EDIMCA mantiene una fuerte posición de mercado, con una participación histórica mayor al 40%, que le permite el liderazgo del mercado y capacidad de fijar los precios. No obstante en el último año se advierte una competencia más intensa en algunos productos importados desde Chile y Brasil, que ganaron participación en volumen a costa de los precios del segmento.

Su principal mercado objetivo tradicional es el mercado transformador de muebles cuya representación sobre las ventas actualmente asciende a 44%, le ha seguido en importancia los distribuidores 26%, público en general

13%, construcción 11%, industria en general 3%, otros 3%.

■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Inversiones en subsidiarias	Actividad	% Part. Accionaria
EDIMCA	Comercial	
ACTITRANS	Inmobiliaria	99,99

Fuente: Edimca Elaboración: BWR

EDIMCA es parte del grupo económico maderero Durini, cuyo inicio data de la década del 60. Las compañías del grupo han permanecido en el tiempo con importantes crecimientos en ventas y en tamaño de activos, convirtiéndose en uno de los grupos económicos locales más fuertes de la zona Sierra del país.

Las compañías conforman una integración vertical que inicia en la explotación y compran de madera, producción de tableros contrachapados, aglomerados, madera aserrada, pulpa de papel, finalmente la comercialización en el mercado nacional se encarga EDIMCA.

Al 31 de Marzo 2012	Activos	Pasivos	Patrim.	Ventas	Utilidad Neta
Acosa	81.669	27.772	53.898	12.263	1.467
Endesa	50.081	26.608	23.473	8.352	403
Botrosa	28.805	18.782	10.023	7.010	324

Si bien todas las empresas se encuentran vinculadas por sus accionistas, no tienen vinculación por administración, el manejo es independiente. Hasta el año 2011 Edimca tenía participación accionaria en Acosa y Botrosa con una participación del 15,36% y 1,17% pero a Mar-12 ya no tiene estas inversiones, que regresaron a los accionistas de Edimca.

Las relaciones del Grupo se guían con políticas generales que usualmente se mantienen para las empresas no relacionadas. ...

A mar-12 no existen garantías ni cuentas acreedoras o deudoras no comerciales, que sean representativas entre las empresas relacionadas. Las operaciones que se generan son inherentes a la gestión de EDIMCA como comercializadora, y no existen condiciones especiales para las cuentas por pagar a relacionadas.

■ ACCIONISTAS Y SOPORTE

Apellidos Nombres/ Razón Social	Nacionalidad	Valor Nominal	% de participación
SOC. ADM. INVERSIONES S.A. ADINSA	Ecuador	3.134.144	38,2%
LEDEX HOLDINGS LLC.	EEUU	1.349.790	16,5%
THE INTERNATIONAL WOOD TRUST	N. Zelandia	1.152.386	14,1%
DURINI TERAN MARGARITA	Ecuador	712.022	8,7%
BARLIK LLC	EEUU	702.261	8,6%
Otros 64 Acc. menor partic.		1.149.397	14,0%
TOTAL A MAR-2012		8.200.000	100,0%

El capital social lo componen 69 accionistas que fundamentalmente pertenecen a cuatro grupos familiares, no obstante dos de ellos concentran aproximadamente el 80% de la participación total.



ADINSA, Ledex Holdings Inc., y The International Wood Trust, son empresas administradoras de acciones, que representan a los accionistas de los grupos familiares.

Históricamente se advierte que el apoyo de los accionistas para fortalecer la solvencia de la empresa ha sido la capitalización de la mayor parte de las utilidades generadas cada año.

En los cuatro años anteriores el reparto de dividendos ha significado alrededor del 20.9% de las utilidades del año anterior inmediato. Pero este año se realizó el reparto del 69% de la utilidad generada durante el 2011. Las perspectivas de crecimiento son conservadoras para los próximos dos años por lo que el soporte patrimonial disminuye pero se mantiene adecuado frente al bajo nivel de endeudamiento financiero.

■ ESTRATEGIA DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

A criterio de la Calificadora la Administración de EDIMCA tiene experiencia y capacidad técnica en las diferentes áreas que manejan y su gestión se ajusta a una planificación proactiva frente al entorno macro.

La compañía se encuentra gobernada por la Junta General de Socios y administrada por el Presidente y el Gerente General. La representación legal de la compañía corresponde al Gerente General.

La plana Gerencial, son nombrados por la Junta General de Socios y por la Gerencia General. No existe un protocolo establecido para la sucesión de los diferentes grupos familiares accionistas en la administración de la empresa.

Las decisiones de los accionistas apoyan la gestión de la empresa y los objetivos generales han sido positivos para los resultados alcanzados.

Una de las estrategias de la empresa es atender oportunamente y mantener la cobertura amplia a nivel nacional. Dado que el mercado al que se dirige la empresa es el sector dedicado a la transformación de muebles, sea con procesos industriales o artesanales, y también atiende al sector de la construcción, a nivel nacional, procuran mejorar su presencia comercial tanto en plazas como en número y presentación de locales. Convirtiéndose en una ventaja competitiva frente a las dos comercializadoras competidoras que existen en el mercado.

Otra fortaleza importante de EDIMCA consiste en el abastecimiento y almacenamiento adecuado de productos. En este sentido la ventaja competitiva es pertenecer a un grupo económico que provee un abastecimiento oportuno y de calidad de los productos.

EDIMCA y su grupo cuenta con políticas que permiten disponer a nivel nacional de un nivel adecuado de inventario. Condición que no necesariamente ocurre con las comercializadoras competidoras por pertenecer a un diferente dueño al del proveedor.

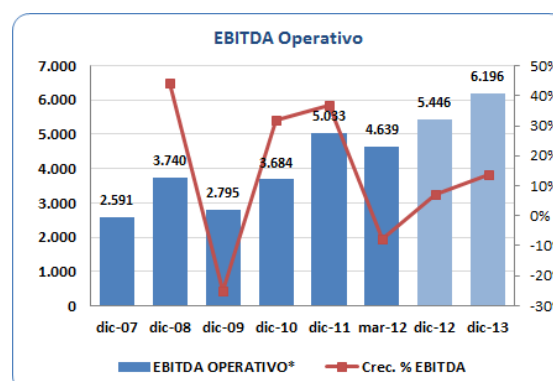
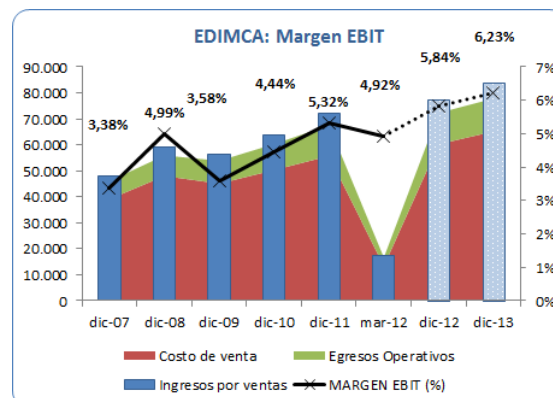
La empresa está organizada regionalmente. En la parte comercial tiene dos gerencias principales: una para la zona Sierra y una para la zona Costa-Austro. Las gerencias de las áreas de Mercadeo y la Administración Financiera se encuentran centralizadas en la oficina matriz en Quito. En cada administración zonal hay un gerente de ventas que coordina y supervisa a las sucursales que han sido designadas geográficamente. A dic-11 Edimca cuenta con 481 empleados que se concentran en el área operativa, 83% en ventas y 17% en el área administrativa distribución acorde a su naturaleza de negocio comercial.

En el periodo 2009 EDIMCA transfirió a la Compañía Barkley Marketing LLC de los EEUU, sus marcas con todos sus usos y derechos, para ser administradas por ella. EDIMCA no tiene un Comité de Empresa y no ha experimentado problemas laborales.

■ ANALISIS FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Este análisis se realiza con base en los estados financieros de EDIMCA, auditados por BDO Ecuador Cía. Ltda., bajo NIIF a diciembre 2009 al 2011, y estados financieros interinos bajo NIIF e información suplementaria a marzo 2012.

GESTION OPERATIVA



Las ventas a diciembre 2011 crecieron adecuadamente aunque no alcanzaron la expectativa registrada en las proyecciones. El crecimiento de las ventas se fundamenta tanto en volúmenes como en precios los que absorbieron el incremento de costos y generaron un margen particularmente bueno en relación a lo histórico.



Si bien para los próximos años no se espera que las ventas aumenten en la misma proporción que en los dos últimos años, se esperaría que el margen bruto se mantenga alrededor del 22%.

La tendencia positiva del margen bruto no se refleja totalmente en el margen EBIT de la empresa, debido a que el gasto operacional mantiene una presión progresiva sobre los ingresos por ventas (15.72% a dic-10, 16.33% a dic-11 y 19.02% a mar-12), que se explica entre algunas cosas por el crecimiento de la estructura operacional, derivada de la estrategia comercial de crear nuevos puntos de ventas y mejorar los ya existentes. En el año 2011 se realizó una importante inversión en activos fijos.

Sin embargo, este crecimiento de gastos es soportado por la fortaleza y el manejo eficiente del margen bruto, dando como resultado que el EBIT mantenga su tendencia positiva desde el año 2009 como se observa en el gráfico del inicio.

El Margen EBITDA de la compañía para el 2011, sobrepasó ligeramente la meta prevista en su planificación y mantiene la tendencia positiva de los últimos años, con crecimientos más bien estables.

En este y el próximo año se esperaría que el EBITDA mantenga su comportamiento y muestre un margen de cerca al 6%. (EBIT 5%) si se cumplen las metas de ventas y margen bruto y considerando que se prevé una disminución del peso de los egresos operativos sobre ventas a 15.5% promedio.

En todo caso el riesgo del negocio medido a través del EBITDA es limitado según muestran los datos históricos y proyectados.

El resultado final es apoyado por un gasto financiero bajo que ha ido disminuyendo en función de una ligera reducción de la deuda.

Los ingresos no operativos que históricamente han representado alrededor del 21% de los resultados antes de impuestos, han reducido su peso en los últimos años, mientras en año 2009 llegó a ser el 47% debido a la valuación de inversiones en acciones por la aplicación de las NIIF, a Dic-11 representaron 7.44% de los resultados antes de impuestos, y están constituidos básicamente por dividendos recibidos de sus inversiones en acciones, por intereses y otras rentas. Estos ingresos disminuirán desde este año por la venta de las acciones de ACOSA y BOTROSA. La empresa no tiene ya participación en las acciones de las otras empresas del grupo económico, y únicamente conserva un valor menor de inversiones en otras empresas.

Se esperaría que el ROA y el ROE se mantengan dentro de los parámetros históricos, siendo un negocio rentable y atractivo para sus accionistas.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

A mar-12 la empresa mantiene una estructura saludable de activos, cuya composición refleja su naturaleza comercial, con el 73.5% en activos corrientes compuestos por activos líquidos el 9.20%, cuentas por cobrar comerciales 24.61%, Inventarios 32.15%, y Gastos anticipados 2.40%, y cuentas por cobrar a relacionadas únicamente 0.57% que fue liquidada en el siguiente mes.

El 26.5% corresponde a activos de largo plazo conformados principalmente por la Provisión para Jubilación 18.6%, Inversiones en la empresa inmobiliaria Actitrans dueña de algunos terrenos que están garantizando algunas deudas de Edimca que representan el 6.9% de los activos y 1% corresponde a otros activos entre los que están impuestos diferidos, varias cuentas por cobrar de largo plazo y activos intangibles.

Como se mencionó antes en el año 2011 la estructura de activos cambió por la venta de la participación en algunas empresas de su grupo económico, ya que a Dic-10 este activo representaba el 24.1% de los activos netos.

Es importante mencionar que el peso de los activos fijos (propiedades) en el balance es menor al que realmente utiliza y posee, ya que los principales terrenos y edificios están a nombre de empresas del Grupo (ACTITRANS) creadas con fines inmobiliarios, a Dic-11 corresponde a la cuenta Inversiones en inversiones relacionadas USD 2.38MM que representan el 7.20% del activo.

La cartera por cobrar es de buena calidad y diversificada, la componen alrededor de 2.000 clientes individuales y distribuidores, cada grupo difiere en el valor promedio de cartera adeudada, siendo los distribuidores los que mayores montos de cartera por cobrar, a pesar de lo cual sus concentraciones no son significativas.

A mar-12 la cartera vencida constituye el 23.9% de la cartera total, no obstante la cartera vencida menor a 30 días está dentro del ciclo normal del negocio y constituye el 61% y tiene un alto grado de recuperación inmediata, por lo que la cartera con riesgo es la vencida más de 30 días es 9.4% y la vencida más de 360 días es el 3.7% y están cubiertas con provisiones un 63.74%.

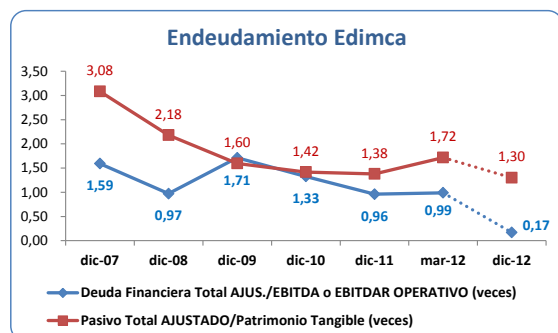
Durante el año 2011 se realizó una fuerte gestión de recuperaciones con un conocimiento cercano de los clientes e incentivos por pago puntual, con lo que se logró disminuir los días de cuentas por cobrar respecto del año anterior. A mar-12 la recuperación de la cartera es de 44.5 días que es menor al promedio de los últimos 2 años de 48.4 días, la proyección de la empresa es llegar a los 41.6 días de cobranzas en los siguientes años.

El Inventario es en su mayor parte producto terminado de rápida realización, con una rotación de corto plazo (85 días), que se ha incrementado en los últimos meses en relación a su histórico (49 días promedio en los tres años anteriores) debido principalmente por importaciones de las líneas de productos complementarios.

A mar-12 las inversiones en acciones (USD 2.39MM) que corresponde a Actitrans, una inmobiliaria que tiene terrenos y edificios donde funcionan locales de EDIMCA, se reduce fuertemente (66%) por la venta de las acciones de ACOSA y BOTROSA que fue comprada por los accionistas de Edimca, a dic-11 esta transacción significó el incremento de cuentas por cobrar a relacionadas, como se advierte en las cifras del balance, pero a mar-12 se canceló esta cuenta y se observó el incremento de activos líquidos de forma temporal para cubrir los pagos pendientes como son dividendos e impuestos que fueron pagados en el mes de abril.

El patrimonio de la compañía financia el 38.9% del activo, las cuentas por pagar a proveedores cubren el 30.3% de los activos, con una rotación de alrededor de 71 días, el ciclo del negocio necesita un financiamiento de corto plazo (16.6 días) y las obligaciones financieras son principalmente de corto plazo (86%), y financian el 13.21%.

ENDEUDAMIENTO



Como se advierte en el gráfico, la empresa mantiene bajos niveles de endeudamiento financiero, con tendencia a disminuir desde el año 2009, la nueva deuda financiera adquirida y los saldos pendientes de la emisión de obligaciones tienen un peso paulatinamente menor en relación con la generación de ingresos operativos (EBITDA) que conserva una tendencia positiva estable.

La deuda financiera representa el 21.6% del pasivo total de la compañía, y su peso se reduce respecto de los períodos anteriores por la mayor participación de financiamiento de proveedores y sobre todo por las cuentas por pagar por dividendos a los accionistas que son pasivos de corto plazo que se incrementan en el período.

Históricamente la necesidad de endeudamiento de la compañía viene de inversiones en CAPEX, inversiones o avances en o a compañías relacionadas, y anticipo de dividendos. Sin embargo, en el primer trimestre del 2012, los recursos provenientes de la venta de las subsidiarias le generaron un flujo de caja libre positivo de magnitud suficiente para cubrir las necesidades de estos dos requerimientos y mantener un saldo particularmente importante en caja.

La capitalización de una buena parte de las utilidades en la compañía ha sido el factor fundamental para fomentar

una estructura sólida y reducir el endeudamiento a un nivel bajo.

A mar-12 la deuda total respecto del patrimonio tangible se elevó a 1.72:1 debido al reparto de dividendos dispuesto en el trimestre. No obstante la cobertura patrimonial es adecuada y se fortalecerá con los resultados generados en los siguientes meses.

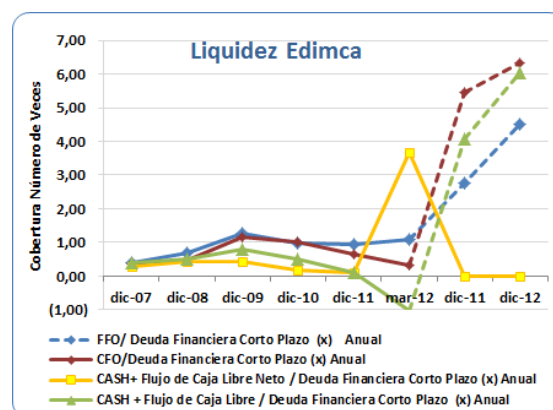
Se prevé que el endeudamiento total máximo en el mediano y corto plazo se mantenga cercano a lo alcanzado a dic-11 aún tomando en cuenta inversiones importantes en CAPEX. Esto sin embargo dependerá de las decisiones de la administración en cuanto a nuevas inversiones tanto en CAPEX como en otros negocios y a las políticas de reparto de dividendos.

El nivel actual de deuda es saludable y le otorga a la empresa una flexibilidad financiera importante.

La emisión de obligaciones que analizamos mejoró la estructura de pasivos de la empresa que tenía una mayor concentración en el corto plazo. A la fecha de este informe la compañía mantiene en el mercado un saldo insoluto por USD 1.877M, que representa únicamente 8.87% del pasivo total. El vencimiento de esta obligación es septiembre 2013.

La deuda financiera se ha concentrado nuevamente en el corto plazo, y si bien la empresa tiene las disponibilidades necesarias para cubrir los pasivos no financieros de corto plazo como impuestos, participaciones y dividendos, la deuda financiera podría necesitar un refinanciamiento en función de las necesidades de Capex.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



La generación de flujo de fondos operativos (FFO) es saludable y constante pero la necesidad de aprovechar algunas oportunidades de negocios hicieron que la empresa utilice fondos para inventarios que no estaban previstos, y por eso la cobertura del CFO se aprieta a Dic-11 y mar-12.

A pesar de lo dicho en el párrafo anterior, el flujo de caja operativo (CFO) mantiene una tendencia positiva desde 2009 con un crecimiento de 33% en el año 2011 luego de cubrir las necesidades de capital de trabajo.



EL indicador del CFO sobre la deuda financiera de corto plazo se ha ido contrayendo en la medida en que la deuda de largo plazo ha ido madurando. En el año 2011, la deuda financiera de corto plazo llegó a ser nuevamente el 81% de la deuda financiera total. En ese año el 100% de la deuda fue refinanciada a corto plazo ya que el capital libre fue negativo al igual que en el primer trimestre de este año.

En general los indicadores de liquidez a marzo-2012, están inflados ya que incluyen un ingreso de flujos por rubros operativos que tendrán que ser cancelados en el corto plazo y que no se incluyen en el denominador de los indicadores ya que no se trata de deuda financiera.

La venta de las acciones de sus empresas relacionadas, en el primer trimestre del 2012, como se mencionó anteriormente, es lo que le ha generado flujos para cubrir sus requerimientos de inversión en CAPEX y el pago de dividendos. Esta liquidez extraordinaria se refleja en el indicador (línea amarilla) que mide la caja más el capital libre neto sobre la deuda financiera de corto plazo que muestra un pico importante en el primer trimestre y el mismo que una vez que se paguen los rubros operativos se reducirán.

En todo caso, se incorpora en la calificación la expectativa de que los indicadores de liquidez muestren una tendencia positiva y no bajen de lo mostrado en el año 2010.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA

La emisión de obligaciones generales que analizamos tiene garantía general. Los activos libres para constituirse en garantía, de acuerdo a la regulación del 1 de junio de 2011, corresponden a los activos totales de EDIMCA, excluidos activos pignorados, activos diferidos, activos en litigio, activos restringidos. La estructura de la garantía general en Mar-12 es la siguiente:

ACTIVOS	Activos Marzo- 2012	Activo Pignora- do	Activos Libres	Act. Dif. e Intang.	Activos e Garantía General
Activos Líquidos	3.188		3.188		3.188
Cuentas por Cobrar	8.541		8.541		8.541
Inventarios	12.660		12.660		12.660
Gastos anticipados	832		832		832
Otras Activos corrientes	199		199		199
Propiedades	6.433	2.784	3.649		3.649
Inversiones en Compañías	2.391		2.391		2.391
Activos para vender	47		47		47
Cuentas por Cobrar Largo Plazo Terce	207		207		207
Activo Diferido	42		42	42	0
Activo Intangible	102		102	102	0
ACTIVO TOTAL	34.641	2.784	31.858	144	31.714
Monto en circulación	1.877				
Garantía / Monto en circulación a Mar-2012					16,90 veces

Se considera como activo pignorado el total de la inversión en ACTITRANS, ya que esta empresa tiene como sus únicos activos los terrenos que han sido pignorados para garantizar deuda bancaria de EDIMCA, y ésta última posee el 99.99% de las acciones de esa subsidiaria. Además, un terreno de EDIMCA también hipotecado a una institución bancaria.

El monto emitido no excede el límite de 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Cuantitativamente la garantía cubre 16.9 veces la obligación en circulación.

La garantía general tiene último grado de prelación en caso de liquidación.

RESGUARDOS

De acuerdo a la escritura pública de la emisión de obligaciones, la Compañía ha establecido para esta emisión los resguardos de ley. Además, EDIMCA estableció los siguientes resguardos adicionales:

- Resguardo:** Índice de endeudamiento neto máximo: **2.50:1**

Para el cálculo de este índice se considera en el numerador todos los pasivos más garantías solidarias otorgadas por EDIMCA a terceros, y en el denominador: Patrimonio Total, en el cual se incluirá la utilidad neta menos: activos intangibles, diferidos, gastos pagados por anticipado y cuentas por cobrar no comerciales a relacionadas y/o accionistas.

- Resguardo:** Índice de endeudamiento financiero neto máximo: **0.83:1**

Para el cálculo de este índice se considerará en el numerador toda la deuda financiera (incluida deuda con mercado de valores) más garantías solidarias otorgadas por EDIMCA a terceros, y en el denominador: Patrimonio Total, en el cual se incluirá la utilidad neta menos: activos intangibles, diferidos, gastos por anticipado y cuentas por cobrar no comerciales a relacionadas y/o accionistas.

A Mar-2012, la Compañía presenta los siguientes índices:

Índice de endeudamiento neto máximo: **1.24:1**

- Índice de endeudamiento financiero neto máximo: **0.27:1**

De esta forma se puede observar que el emisor cumple con los resguardos señalados expresamente dentro de la escritura pública del Contrato de Emisión de Obligaciones, así como también en el Prospecto de Oferta Pública.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

EDIMCA participa en el mercado de valores desde el año 1999. La emisión de obligaciones generales que se analiza en este informe, es la tercera experiencia de la empresa en el mercado de valores. Todas las operaciones han sido colocadas en el mercado primario en los sectores privado e institucional, en plazos medianos; y han tenido un cumplimiento adecuado en tiempo y forma.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.



EMPRESA: EDIMCA

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12
RESULTADOS						
Ventas	47.897	59.316	56.344	63.615	72.022	17.502
% crecimiento	27,09%	23,84%	-5,01%	12,91%	13,22%	-2,80%
Costos	(39.107)	(48.017)	(45.107)	(50.314)	(55.751)	(13.312)
% crecimiento	27,26%	22,78%	0,00%	11,54%	10,81%	-4,49%
MARGEN BRUTO (%)	18,35%	19,05%	19,94%	20,91%	22,59%	23,94%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0
% crecimiento						
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.591	3.740	2.795	3.684	5.033	1.160
MARGEN EBITDA (%)	5,41%	6,31%	4,96%	5,79%	6,99%	6,63%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.591	3.740	2.795	3.684	5.033	1.160
MARGEN EBITDAR (%)	5,41%	6,31%	4,96%	5,79%	6,99%	6,63%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos opera	973	780	780	859	1.200	299
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.617	2.960	2.015	2.824	3.833	860
MARGEN EBIT (%)	3,38%	4,99%	3,58%	4,44%	5,32%	4,92%
Gasto Financiero del período	(760)	(713)	(526)	(306)	(337)	(86)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1,59%	1,20%	0,93%	0,48%	0,47%	0,49%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	17,35%	18,37%	12,49%	6,32%	7,17%	7,30%
Impuestos a la renta	(257)	(588)	(574)	(726)	(937)	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	22,66%	19,61%	17,88%	20,74%	22,99%	0,00%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	20,89%	21,95%	47,00%	24,72%	7,44%	5,82%
UTILIDAD NETA	877	2.410	2.638	2.777	2.894	822
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	1,83%	4,06%	4,68%	4,36%	4,02%	4,70%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	16,48%	35,61%	29,46%	24,63%	21,31%	23,38%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	4,83%	11,71%	11,01%	9,99%	8,97%	9,51%
FLUJO DE CAJA						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1.808	2.597	2.405	3.636	4.094	1.121
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	(289)	(831)	(827)	(921)	(1.457)	(793)
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1.518	1.765	1.578	2.715	2.637	328
Inversión en Activos Fijos	(448)	(389)	(839)	(1.904)	(2.132)	(127)
Otras Inversiones, Neto	(498)	(257)	(475)	(956)	55	4.598
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativ	573	1.119	264	(145)	560	4.799
Variación Neta de Deuda Financiera	(481)	(491)	1.152	101	1	(312)
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	(200)	(470)	(1.000)	(340)	(757)	(2.000)
Otros Financiamientos, Neto	0	0	0	0	(96)	52
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	(108)	158	415	(385)	(292)	2.539
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH						
EBITDA OPERATIVO	2.591	3.740	2.795	3.684	5.033	1.160
(-) Gasto Financiero del período	(760)	(713)	(526)	(306)	(337)	(86)
(-) Impuesto a la renta del período	(257)	(588)	(574)	(726)	(937)	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1.574	2.439	1.695	2.652	3.759	1.073
(-) Variación Capital de Trabajo	(289)	(831)	(827)	(921)	(1.457)	(793)
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1.284	1.608	867	1.731	2.302	280
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	234	157	711	984	335	48
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos, totales pagados a los accionistas en el período	(200)	(470)	(1.000)	(340)	(757)	(2.000)
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(448)	(389)	(839)	(1.904)	(2.132)	(127)
0	0	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	870	906	(261)	471	(252)	(1.799)
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	(481)	(491)	1.152	101	1	(312)
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	0	0	0	0	(96)	52
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	(109)	158	415	(385)	(292)	2.539
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	845	737	896	1.313	937	644
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	736	896	1.311	929	644	3.182
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	737	896	1.313	937	644	3.188
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	(0)	(1)	(2)	(8)	1	(5)
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	3,29%	4,11%	3,01%	4,17%	5,22%	6,13%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	2.591	3.740	2.795	3.684	5.033	1.160
BALANCE						
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	737	896	1.313	937	644	3.188
Activos Totales	18.806	22.361	25.546	30.022	34.490	34.641
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	4.077	3.636	1.349	2.699	3.949	3.949
Psivo financiero Largo Plazo	50	0	3.439	2.189	940	628
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	4.127	3.636	4.788	4.889	4.889	4.577
Pasivos con Proveedores	7.472	8.664	8.376	9.866	11.173	10.508
Otros Pasivos	1.546	2.185	2.349	2.753	3.777	6.084
Pasivos Totales	13.146	14.485	15.512	17.508	19.839	21.169
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	5.660	7.876	10.034	12.513	14.650	13.472
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a	4.261	6.644	9.713	12.344	14.380	12.328
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1.399	1.232	321	169	270	1.144
Capitalización ****	9.787	11.512	14.822	17.402	19.540	18.049
Contingentes	0	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0



EMPRESA: EDIMCA

INDICADORES FINANCIEROS	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3,41	5,25	5,31	12,05	14,94	13,42
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2,82	4,70	3,72	5,82	8,61	11,95
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	3,41	5,25	5,31	12,05	14,94	13,42
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	3,07	4,42	4,22	9,68	12,16	13,42
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	2,69	3,26	2,65	6,66	7,83	4,24
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3,07	4,42	4,22	9,68	12,16	13,42
CFO/cargos fijos	2,69	3,26	2,65	6,66	7,83	4,24
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - f	1,59	0,97	1,71	1,33	0,97	0,99
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) An	1,31	0,73	1,24	1,07	0,84	0,30
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	2,62	1,49	2,83	1,84	1,30	1,07
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	0,42	0,32	0,32	0,28	0,25	0,25
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0,79	0,76	0,47	0,47	0,45	0,50
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0,31	0,25	0,31	0,28	0,25	0,22
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	3,08	2,18	1,60	1,42	1,38	1,72
Pasivo Total AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (X)	3,08	2,18	1,60	1,42	1,38	1,72
Deuda Financiera AJUSTADA/ Patrimonio Tangible (X)	0,97	0,55	0,49	0,40	0,34	0,37
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0,30	0,22	0,20	0,11	0,21	0,69
deuda ajustada y patrimonio tangible deben venir solamente del resumen para e	-	-	-	-	-	-
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0,99	1,00	0,28	0,55	0,81	0,86
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,39	0,67	1,26	0,98	0,95	1,09
FFO/ Porción Corriente LP (x) Anual			1,36	2,12	3,01	3,44
CASH + FFO/ Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,57	0,92	2,23	1,33	1,11	1,89
CFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,37	0,49	1,17	1,01	0,67	0,33
CFO/ Porción Corriente LP (x) Anual			0,69	1,39	1,84	0,90
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,39	0,50	0,78	0,52	0,10	(1,02)
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual			0,84	1,13	0,31	(3,21)
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	(692)	477	3.774	2.949	7.717	6.504
Liquidez Acida (x)	0,58	0,59	0,82	0,65	0,81	0,68
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0,49	0,52	0,80	0,64	0,53	0,62
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0,90	0,99	0,95	0,96	1,27	1,20
Patrimonio / Activo Total (x)	0,30	0,35	0,39	0,42	0,42	0,39
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	8,61	8,81	7,26	7,62	8,08	7,82
Días de cuentas por cobrar	41,83	40,85	49,58	47,24	44,55	46,02
Rotación de inventarios (x)	8,58	7,84	7,88	6,39	5,03	4,21
Días de inventarios	41,95	45,91	45,67	56,32	71,59	85,59
Rotación de cuentas por pagar (x)	5,23	5,54	5,39	5,10	4,99	5,07
Días de cuentas por pagar	68,79	64,96	66,85	70,59	72,15	71,04
Rotación Capital de Trabajo	(56,51)	100,66	11,95	17,06	7,22	8,19
Días de Capital de Trabajo	(6,37)	3,58	30,12	21,10	49,83	43,98
Días de Ciclo de Operación	(21,37)	(18,23)	1,72	(11,86)	5,83	(16,59)
Vencimientos Deuda Financiera						
Año	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12
Vencimientos Emision Obligaciones	0	0	0	3.439	2.189	1.877
Vencimientos Otra deuda Financiera	0	0	0	1.450	2.700	2.700
Total	0	0	0	4.889	4.889	4.577

(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.

Entorno Macroeconómico

Ecuador

El crecimiento del PIB en el 2011 superó las expectativas iniciales alcanzando 7.8% según las últimas cifras publicadas por el BCE. Parecería que la proyección de un crecimiento desacelerado para el 2012, tiene sustento según el comportamiento del último trimestre del 2011. De todos modos, seguirá siendo un buen año considerando sobretudo la situación económica internacional.

En el 2012, 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 en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo 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.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

Aunque se estima que en un futuro previsible las condiciones favorables en cuanto a la oferta de crédito y al precio del petróleo se mantendrán, es incierto hasta cuando estas condiciones prevalecerán. Preocupa la falta de ahorro y la ausencia de mecanismos de contingencia para enfrentar períodos de crisis.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,19	24,983	26,928	28,031
Inc. PIB (Mill.2000)%	7.24	0.36	3.60	7.78	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.61%
Inc.anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.50	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	6.12**	
Deuda total del Gobierno/PIB %	25.34	19.67	23.40	22.10***	20.35****
Deuda externa del Gobierno/PIB %	19.19	14.39	15.22	15.27***	14.06****
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.15	5.28	8.18	6.83***	6.29****
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	-0.95	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-1.10	-4.30	-1.60	-1.63	-5.20
Ingreso Sector Público/PIB %	40.70	35.33	39.98	47.76****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	27.20	26.80	29.16	33.88****	
Inversión del Gobierno /PIB %	12.91	12.84	12.45	14.90****	
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	102.46*	
estimación BCE a marzo 2012					
fuente: Análisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
Datos a septiembre 2011					
**BCE inflación anual a marzo 2012					
*** deuda a diciembre 2011/ PIB corriente proyectado					
**** deuda a marzo 2012/PIB por proyectado 2012					
**** BCE con datos a diciembre 2011.anualizado					
*abril 9 de 2012					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 7.8%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas iniciales y al comportamiento esperado para el 2012:

FECHA COMITE: 30-Mayo-2012

ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo-2012

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.



sectores	2011 prev anterior	2011 prev actual	2012 prev actual
Refinación de Petróleo	25.4%	9.8%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	31.0%	5.0%
Construcción	14.0%	21.0%	5.5%
Servicios	6.9%	6.9%	5.7%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%		
Intermediación Financiera	7.8%	9.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.9%	4.9%
Productos de Madera y elaboración	10.0%		11.0%
Alimentación y Bebidas			10.2%
Textiles	9.0%		9.2%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente:BCE

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.5% frente a un importante 7.4% del 2010. Para el 2012 se espera una desaceleración a 4.9%.

	2012 PREV USD CORR	2009	2010	2011	2012
		TASAS DE CRECIMIENTO			
OFERTA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
PIB	71625	0.4%	3.6%	7.8%	5.3%
IMPORTACIONES	26,135	-11.6%	16.3%	0.7%	4.0%
DEMANDA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
EXPORTACIONES	22,286	-5.9%	2.3%	8.2%	2.9%
DEMANDA INTERNA	75,174	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
FUENTE :BCE; ANÁLISIS SEM ANAL					

Dentro de la oferta, en el cuadro anterior se destaca el comportamiento de las importaciones que luego de una contracción importante en su crecimiento en 2011, para el 2012, la tasa de crecimiento se recuperaría, lo cual indicaría que las restricciones a las importaciones se aflojarían.

En cuanto a la demanda, se esperaría que la demanda externa crezca en apenas 2.9% luego de un importante aumento en el 2011. Se han creado políticas de incentivos que hacen más atractivo contratar con el sector público que exportar. No hay nuevas operaciones petroleras privadas de importancia. La demanda interna se incrementará a una tasa más alta que en 2012.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA PREVISIÓN DEL BCE	2009	2010	2011	2012 proy.
	tasas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA USD 2000	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
1) Consumo	-0.1%	6.9%	5.2%	4.7%
Estado	4.0%	1.4%	4.6%	3.7%
Hogares	-0.7%	7.7%	5.9%	4.9%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	-4.3%	10.2%	12.3%	5.3%
3) EXISTENCIAS	-30.8%	45.3%	-52.3%	17.2%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aún cuando la recaudación de impuestos ha mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

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

PERSPECTIVAS 2012

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinación de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

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 en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo 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.

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aún considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado,

implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

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

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

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

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