

Ecuador
Emisión Obligaciones

Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA

Calificación - VII Seguimiento

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

Resumen Financiero

(Miles USD)	2.009	2.010	2.011	mar-12	sep-12
Activos	25.546	30.022	34.490	34.641	35.342
Ventas	56.344	63.615	72.022	17.502	55.983
Margen EBITDA (%)	4,96	5,79	7,09%	6,63%	5,89%
ROA (%)	11,01	9,99	8,97%	9,51%	8,78%
Deuda Financ. Tot. / Capitalización (%)	0,32	0,28	0,25	0,25	0,29
Deuda Financiera Total / FFO (x)	2,83	1,84	1,26	1,07	1,50

*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 1.252.400
Serie 1	USD 750.000
Serie 2	USD 502.400
Monto colocado:	USD 5.000.000
Plazo:	1440 días (4 años)
Próximo vencimiento:	14-Dic-2012 y 25-Dic-2012
Vencimiento Final:	25-sep-2013
Cupón de Interés:	TPR* + 2 puntos porcentuales anuales, reajutable cada 90 días
Rendimiento promedio:	4,58% Pasiva ref. + 2 pto. = 6,58%
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 /Noviembre/2012

ESTADOS FINANCIEROS AL: 30/Septiembre/ 2012

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros internos e información adicional con corte a Septiembre del 2012, de la 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.

Durante el 2012 se observa que la presencia de la competencia no permitió que la empresa alcanzara las ventas netas proyectadas ya que para sostener volúmenes tuvo que acceder a descuentos importantes. Su crecimiento de 3.7% está por debajo del de la industria que llegaría al 10.9% según las previsiones del Banco Central.

Por otro lado, durante este año se incrementaron los gastos operativos de manera importante como consecuencia de la incorporación de personal y reestructuración administrativa con algunas posiciones a nivel de direcciones de área y de nuevos puntos de ventas propios. Adicionalmente se realizaron nuevas inversiones para ampliar la red de distribución, parte de las cuales se registraron en gastos operativos.

En consecuencia se obtiene una caída importante (30%) del EBITDA anualizado presionando los retornos históricamente alcanzados.

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 calificación reconoce que el riesgo del negocio medido a través del EBITDA se mitiga gracias al nivel adecuado de endeudamiento que históricamente ha mantenido EDIMCA, lo cual le otorga flexibilidad financiera y una mejor posición frente a otras empresas calificadas en la misma categoría.

Por otro lado se espera que el EBITDA se recupere en el 2013, a niveles similares a los del 2011, en función de un crecimiento en ventas de un 9% (tasa menor a las alcanzadas en 2010 y 2011, consistente con las expectativas de la industria). Este crecimiento en ventas se fundamenta en los nuevos puntos de ventas establecidos durante el 2012, y principalmente en la nueva estrategia de ventas y descuentos.

Se ha tomado en cuenta el posicionamiento de la empresa como líder en el mercado, su red de comercialización y el Grupo al que pertenece.

Adicionalmente se considera la expectativa de que el flujo de caja (CFO) que se hizo negativo en el 2012, regrese a niveles positivos en el 2013, tanto por la recuperación del EBITDA como porque parte de los requerimientos de capital de trabajo del 2012 fueron coyunturales.

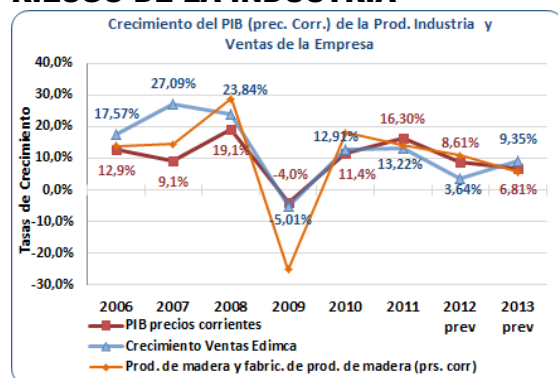
Se espera que la recuperación del CFO y la reestructuración de la deuda a largo plazo, aflojen los indicadores de liquidez, disminuyendo el riesgo de refinanciamiento que en el entorno actual es cada vez más evidente. Se incorpora en la calificación la confianza de que las decisiones sobre reparto de dividendos e inversiones se manejen dentro de los parámetros históricos estables.

El riesgo de refinanciamiento en este caso es menor que en otras empresas por el bajo nivel de endeudamiento tanto en relación al EBITDA como al patrimonio tangible.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver anexo 2.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



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 acentuadas que el PIB, por lo que en períodos de desaceleración económica sus caídas son ligeramente más pronunciadas, debido a la relación directa que tiene frente al crecimiento de otros sectores como son especialmente la construcción (nueva y remodelaciones) y su financiamiento.

En el año 2011 el sector de la construcción tuvo un crecimiento de 25.8% (en términos corrientes), según la información publicada por el BCE, en tanto que para este año se espera un crecimiento de 11.9%.

La construcción tiene una relación directa con la disponibilidad de financiamiento de largo plazo. Según estadísticas del BIESS y de la SBS, el mercado hipotecario al mes de julio 2012, ascendería a USD 4.500 MM, donde el BIESS alcanza la mayor participación con el 46% del mercado hipotecario, el sistema financiero privado reduce su participación a 36%, y la cartera titularizada representa el 18%.

Para la Industria de la madera y sus productos se espera un crecimiento de 10.9% (4.9% a precios constantes) para el año 2012 según el Banco Central del Ecuador.

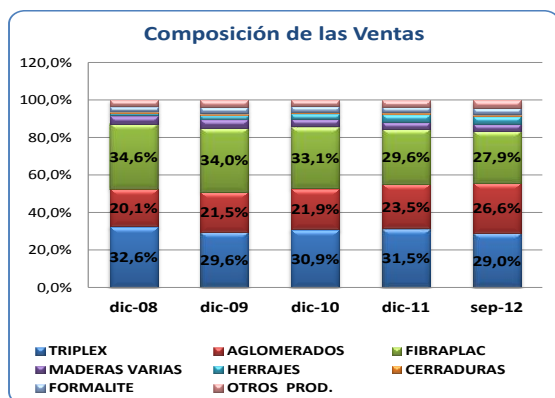
El financiamiento de vivienda ha mostrado un crecimiento dinámico en los últimos años especialmente por la participación del BIESS; en el sector financiero privado el crecimiento es menor con un promedio del 10% en los últimos años y con una tendencia declinante para los próximos años. El crédito hipotecario muestra un crecimiento promedio anual de 24% en los últimos 3 años en el sistema financiero público y privado.

El crecimiento del sector se explica por el déficit de vivienda en algunos segmentos de la población apoyado en el apetito del sistema financiero y del BIESS por el crédito hipotecario y en la política de reactivación económica generada desde el sector financiero público.

El sector maderero primario (transformación) es un mercado con pocos ofertantes cuya diferenciación se centra en ventajas competitivas. En general a pesar de que la industria forestal y de madera en Ecuador ha tenido un desarrollo desigual, la industria de tableros contrachapados ha alcanzado altos niveles tecnológicos y es considerada como un referente en América Latina. Adicionalmente, una barrera de entrada a este sector es la capacidad de asegurar el abastecimiento con el almacenamiento óptimo de los productos.



■ 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.

Las ventas de Edimca mantienen mayor estabilidad que su industria que está más bien relacionada a las tendencias generales de economía, gracias a su diversificación en 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. Se observa sin embargo que la empresa enfrenta mayor presión de la competencia en los últimos años por lo que su crecimiento si bien sigue la misma dirección de la industria es cada vez menor.

Se desenvuelve en un mercado competitivo donde tres participantes captan el 97% del mercado del cual EDIMCA posee el 40%. 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. El 83.5% de las ventas son productos provistos por compañías pertenecientes al mismo grupo económico.. 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%, ubicándole como líder del mercado con capacidad de fijar los precios. En los últimos años se advierte mayor competencia de productos importados desde Chile y Brasil, los mismos que han logrado captar una porción del mercado con precios más bajos.

Tradicionalmente el principal mercado objetivo de EDIMCA ha sido directamente la industria de muebles cuya representación sobre las ventas actualmente asciende a 44%; le han seguido en importancia los distribuidores de sus productos que tienen sus propios locales de ventas con 26%; el público en general mantiene un 13% de las ventas; el sector de la construcción directamente participa con un 11%; otras industrias en general contribuyen con un 3% de las ventas y otros compradores suman otro 3%. Según la administración de la empresa esta distribución de ventas se mantiene desde el año pasado.

■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

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 compra de madera, sigue con la producción de tableros contrachapados, aglomerados, madera aserrada y pulpa de papel y concluye con la comercialización en el mercado nacional a través de EDIMCA.

Las empresas productoras se detallan en la tabla que sigue:

Al 30 de septiembre 2012	Activos	Pasivos	Patrimonio	Ventas	Utilidad Neta
Acosa	78.521	25.058	53.463	37.910	4.745
Endesa	70.958	30.636	40.322	24.190	(80)
Botrosa	33.342	22.571	10.771	19.748	338

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% respectivamente.

Dichas inversiones fueron vendidas a los accionistas particulares y originales de las empresas por lo que actualmente EDIMCA tiene inversiones solamente en ACTITRANS que es la dueña de los terrenos e inmuebles que ocupa EDIMCA.

Las relaciones entre empresas del Grupo se manejan en base a políticas generales que usualmente son similares a aquellas aplicadas a empresas no relacionadas.

A sep-12 no existen garantías ni cuentas acreedoras o deudoras no comerciales, que sean representativas entre las empresas relacionadas. Las operaciones inter-compañías que se generan son inherentes a la gestión de EDIMCA como comercializadora del Grupo. En este sentido y a pesar de que oficialmente no existen condiciones especiales para las cuentas por pagar a relacionadas, los plazos se mueven dependiendo de la necesidad del Grupo.



ACCIONISTAS Y SOPORTE

NOMINA DE ACCIONISTAS	NACIONALIDAD	CAPITAL SOCIAL USD.	% DE ACCIONARIA DO
SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE INVERSIONES S.A. ADINSA	Ecuador	3.110.799	37,94%
LEDIX HOLDINGS LLC.	EEUU	1.350.338	16,47%
THE INTERNATIONAL WOOD TRUST	N. Zelandia	1.160.524	14,15%
BARKLY LLC	EEUU	854.776	10,42%
DURINI TERAN MARGARITA	Ecuador	712.022	8,68%
Otros 57 acc. Menor particip.		1.011.541	12,34%
TOTALES Sep-12		8.200.000	100%

El capital social lo componen 62 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 una buena parte de las utilidades generadas cada año. De la capitalización requerida alrededor de un 70% se ha originado en las utilidades generadas por la empresa en cada período.

En los cuatro años anteriores el reparto de dividendos ha significado alrededor del 20.9% de las utilidades del año inmediato anterior, a diferencia de lo cual en el 2012, se realizó un reparto del 69% de la utilidad generada durante el 2011. Este pago extraordinario de dividendos respondió a una estrategia comercial del grupo que definió fortalecer su canal de distribución en el exterior y fue financiado con la venta de las acciones que EDIMCA tenía en ACOSA y BOTROSA, tal como se explicó anteriormente.

Se esperaría que en el futuro el reparto de dividendos regrese a los niveles históricos, pero no existe una política ni una proyección definida al respecto.

ESTRATEGIA DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La Administración de EDIMCA tiene experiencia y capacidad técnica para manejar el negocio. Su gestión se ajusta a una planificación proactiva frente al entorno macroeconómico y de la industria.

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.

El Gerente General que no tiene participación accionaria en la empresa, es nombrado por la Junta General de Socios. La Junta General de socios participa activamente en las estrategias de la empresa. No existe un protocolo establecido para la sucesión en la administración de la empresa de los grupos familiares dueños de las acciones.

Una de las estrategias claves de la empresa es atender oportunamente a sus clientes y mantener la cobertura amplia a nivel nacional.

Su red de distribución representa una ventaja competitiva frente a las otras dos comercializadoras que participan en el mercado. Así mismo, frente a las comercializadoras que importan, el abastecimiento local de EDIMCA le otorga una fortaleza que le permite almacenar productos y atender a sus clientes con oportunidad.

Edimca cuenta con 481 empleados que en un 83% se dedican a las ventas y en un 17% están en el área administrativa. EDIMCA no tiene un Comité de Empresa y no ha experimentado problemas laborales.

En el periodo 2009 EDIMCA vendió a la Compañía Barkley Marketing LLC de los EEUU, sus marcas con todos sus usos y derechos, para ser administradas por ella, a cambio de una comisión anual que se registra dentro de los gastos operativos.

ANÁLISIS 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 Septiembre 2012.

GESTION OPERATIVA

Gráfico No.1

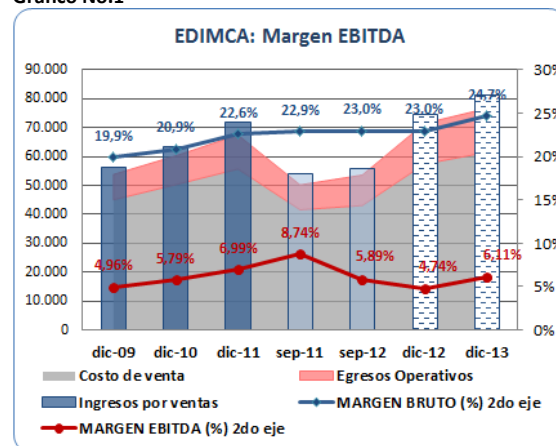
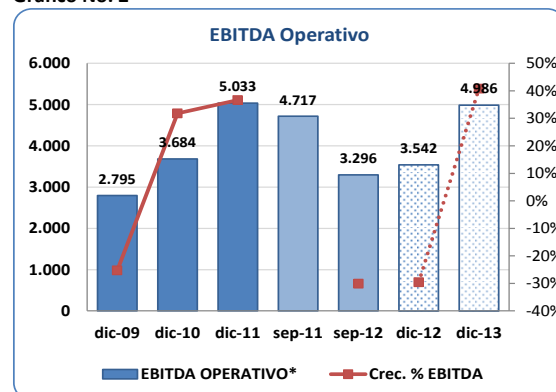


Gráfico No. 2





Las ventas netas a sept-12 muestran un crecimiento anual de 3.7%, el mismo que se mantendría hacia finales de año. La tendencia de las ventas es consistente con los ciclos económicos y de la industria en la que la empresa se desenvuelve pero llama la atención que en el 2012, estas crecieron a tasas mucho menores que la industria. El pequeño crecimiento en ventas para el 2012, se fundamenta más bien en volúmenes ya que los precios fueron afectados a través de descuentos que resultaron ser más altos que en el año 2011.

El margen bruto ligeramente mayor al del año anterior, obedece a un cambio en la composición de las ventas en la que han ganado participación productos que dejan mejores márgenes. El cambio en la estructura de ventas parecería ser una tendencia de mercado por lo que se esperaría que el margen bruto al menos se mantenga para el próximo año.

El incremento de ventas proyectado para el 2013, es de un 9.4, que es menor al crecimiento de los dos años anteriores en los que se registró un 13% promedio de aumento.

El comportamiento de las ventas para el 2013 se fundamenta principalmente en una recuperación de los precios a través de una reducción importante de descuentos que se alcanzaría redireccionando los descuentos por medio de ventas directas y de franquicias.

Así mismo se esperan mayores volúmenes de ventas, por el crecimiento de la red comercial en la que se ha invertido en este año. Si bien en el 2011, la inversión en CAPEX fue más alta que en el 2012, esta financió remodelaciones y activos que no implicaban mayor generación, a diferencia de la inversión en CAPEX en el 2012 que se realizó en puntos de ventas propios.

A Sep-12 la tendencia positiva del margen bruto no se refleja en el margen EBITDA de la empresa, debido a que el gasto operacional incrementa la presión sobre los ingresos por ventas (16% a Sep-11, 18.80% a Sep-12), mostrando un crecimiento anual de 21.9%.

El importante aumento del gasto operacional se explica especialmente por el crecimiento de la estructura operacional, derivada de la estrategia comercial de crear nuevos puntos de ventas propios y mejorar los ya existentes. La mayor parte de estos gastos serán persistentes pero se irán diluyendo en el crecimiento de ventas esperado.

El crecimiento más lento de ventas presionadas por la competencia y el incremento del margen bruto, no logran compensar el fuerte crecimiento de gastos operacionales, por lo que el EBITDA muestra una disminución del 30.1% en comparación con Sep-11, y representa únicamente el 60% de proyectado para fin de año.

La tendencia positiva estable que había mostrado el EBITDA en los últimos años se rompe en el 2012, como se muestra en el gráfico No. 2.

Se espera que para el 2013, el EBITDA se recupere en aproximadamente un 40%, alcanzando los niveles del

2011, como consecuencia de las estrategias de descuentos y ventas ya explicadas anteriormente, lo cual fomentaría que los gastos operativos se vayan diluyendo.

El riesgo del negocio medido a través de la volatilidad del EBITDA, mostrado en el 2012, se compensa con el nivel de endeudamiento moderado que muestra la empresa en relación a la generación, lo cual le permite mantener su flexibilidad financiera. El gasto de interés se mantendrá bajo el 1% de las ventas y el EBITDA lo cubriría en más de 7 veces.

El resultado final antes de impuestos y participaciones se reduce en 36.1% respecto al mismo período del año anterior, de mantenerse la tendencia advertida, a fin de año se alcanzaría una utilidad neta menor en 35.5% respecto del año 2011. Para el año 2013 se proyecta un resultado final de alrededor de 2MM, que representa un crecimiento del 19% respecto de la estimación de fin de año 2012.

A pesar de la presión que se observa en el ROA y ROE desde este año, estos retornos siguen siendo razonables y atractivos para los accionistas.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS.-

A Sep-12 la empresa mantiene una estructura saludable de activos, cuya composición refleja su naturaleza comercial, con el 71.2% en activos corrientes que a su vez están compuestos por activos líquidos en 7.85%, cuentas por cobrar comerciales en 29.8%, inventarios en 30%, gastos anticipados en 3.22%, y cuentas por cobrar a relacionadas únicamente en 0.07%.

El 28.84% corresponde a activos de largo plazo conformados principalmente por activos fijos en 20.76%, inversiones en la empresa inmobiliaria Actitrans en 6.76% (esta empresa es dueña de algunos terrenos que están garantizando deudas de Edimca) y otros activos en 1.32% (entre los que están impuestos diferidos, varias cuentas por cobrar de largo plazo y activos intangibles).

La estructura de activos cambió en el año 2011 por la venta de la participación en algunas empresas de su grupo económico, ya que a Dic-10 la inversiones en acciones representaban 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 ACTITRANS.

La cartera por cobrar es diversificada, está compuesta por alrededor de 2.000 clientes individuales y distribuidores; los cinco mayores deudores son distribuidores cuya participación individual está entre el 2% y el 6%, el resto de clientes tiene una participación que no sobrepasa el 1.5%, en general las concentraciones no son significativas.



Sin embargo, en este período se advierte un importante deterioro, la cartera vencida constituye el 24.9% (17.3% a Sep-11) de la cartera total. Si bien la cartera vencida menor a 30 días está dentro del ciclo normal del negocio y constituye el 10.8% de la cartera total y tiene un alto grado de recuperación inmediata, la cartera vencida desde los 30 días refleja una mayor antigüedad que eleva el riesgo de su recuperación y representa el 14% (7.8% a Sep-11) de la cartera total con un crecimiento de 119% en el período anual.

La cartera total de la compañía crece en 23.8% en relación con Sep-11 incrementando los días de cuentas por cobrar, ya que su crecimiento es más que proporcional al de las ventas. A Sep-12 los días de cuentas por cobrar son 52.7, en tanto que a sep-11 fueron 44.8. Los días de financiamiento en el período de análisis se ven afectados por retrasos de clientes puntuales que ya han sido recuperados y que están afectados por el mayor volumen de ventas al gobierno. Sin embargo, consideramos que la presión de la competencia exigirá mayores plazos de financiamiento que en el pasado.

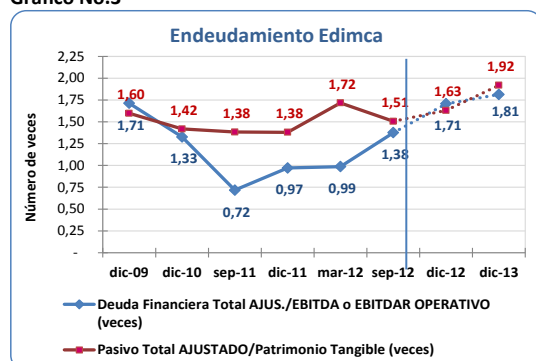
El Inventario es de rápida realización, con una rotación de corto plazo (66 días).

A Sep-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 en los meses siguientes se canceló ya esta cuenta y se observó el incremento de activos líquidos que fueron utilizados para el pago de varias obligaciones pendientes como son dividendos e impuestos.

El patrimonio de la compañía financia el 42.3% del activo, las cuentas por pagar a proveedores cubren el 30.5% de los activos, con una rotación de alrededor de 67 días, el ciclo del negocio necesita un financiamiento de corto plazo (11 días a Sep-12 y 6 días a Sep-11) y las obligaciones financieras se vuelven a concentrar (100%) en el corto plazo por el vencimiento paulatino de las obligaciones emitidas, y financian el 17.1% de los activos.

ENDEUDAMIENTO

Gráfico No.3



Como se advierte en este gráfico, la empresa ha elevado paulatinamente los niveles de endeudamiento financiero en el último año; a Sep-12 la deuda financiera total que incluye los saldos pendientes de la emisión de obligaciones tienen un peso cada vez mayor en relación con la generación de ingresos operativos (EBITDA) que muestra una importante disminución en este año.

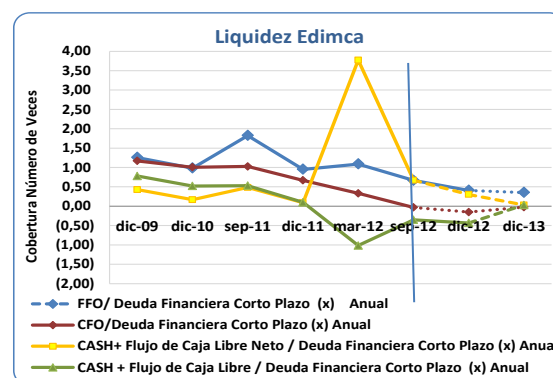
La deuda financiera representa el 29.64% (23.19% a Sep-11) del pasivo total de la compañía, y su peso aumenta respecto de los períodos anteriores ya que se reduce el financiamiento de proveedores (relacionados) y se cancela las cuentas por pagar por dividendos a los accionistas.

Además en el 2012 a diferencia de los últimos dos años, la empresa requiere financiamiento para su capital de trabajo, y para cumplir con su programación de inversiones en CAPEX. Se esperaría que el endeudamiento a dic-12 se mantenga en los mismos niveles que a sep-12.

Los indicadores de endeudamiento proyectados se han llevado a un escenario de estrés considerando las tendencias del último año en relación a las necesidades de capital de trabajo, pago de dividendos e inversiones programadas.

Esperaríamos que los indicadores de endeudamiento no lleguen a los niveles que muestra el gráfico en un escenario normal.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



El flujo de fondos antes de variaciones en el capital de trabajo (FFO), generado por la empresa a sept 2012, es positivo en consistencia con su comportamiento histórico aunque disminuido por efecto de la contracción del EBITDA. Esta disminución a dic-12 en relación al año anterior sería de alrededor de 34%.

La contracción del FFO y un aumento en las necesidades de capital de trabajo para financiar cartera principalmente, generó a sep-12 un flujo de caja de operaciones (CFO) negativo por primera vez en mucho tiempo. El flujo también estuvo afectado por la reducción



en los días de cuentas por pagar a proveedores. Este indicador a dic-12 seguirá siendo negativo y dependerá de las políticas que se manejen en el ciclo del negocio para que regrese el próximo año a niveles positivos.

En todo caso consideramos que la necesidad de financiar clientes seguirá siendo una exigencia del mercado por su nueva estructura que indirectamente ha incrementado ventas al sector público. Adicionalmente las políticas del ciclo del negocio estarán influenciadas por la competencia que aumenta y las tasas de crecimiento de la industria que se van reduciendo desde el 2010.

El Capital Libre (FCF), ha venido ajustándose desde el 2010 por las razones antes expuestas y adicionalmente por las inversiones en CAPEX y por el reparto de dividendos.

Hasta el 2010 el FCF fue positivo para volverse negativo en el 2011, por las altas inversiones en CAPEX que consistieron en compra de activos fijos y remodelaciones que no incidieron en el aumento de ventas.

En el 2012, se realizan menores inversiones en CAPEX que en el 2011 (más consistentes con lo histórico) pero se pagan dividendos extraordinarios generando un FCF negativo importante que fue financiado con la venta de acciones que EDIMCA mantenía en ACOSA y BOTROSA.

El endeudamiento financiero adicional del año y los recursos extraordinarios permitieron mantener una caja más alta que lo normal a sept-12, lo cual se espera que se mantenga hasta fines de año. Las cifras proyectadas a dic-12 muestran que la empresa podría cancelar alrededor de un 30% de su deuda de corto plazo.

Los indicadores de liquidez antes de los flujos extraordinarios se presionan no solo por la menor generación de flujos operativos y la mayor necesidad de financiamiento sino también porque toda la deuda financiera se concentra en el corto plazo a pesar de que una buena parte de ella financia activos de largo plazo.

De mantenerse los escenarios observados hasta septiembre, estimamos que la liquidez para fin de año se mantendría presionada, al igual que en el año 2013. No obstante los niveles de endeudamiento relativamente bajos le permiten tener acceso viable a financiamiento en el sistema financiero o el mercado de valores.

No se prevé endeudamiento adicional importante para el próximo año a menos que se produzcan eventos no programados. Es importante sin embargo que las políticas de inversiones y dividendos se manejen en función de la liquidez de la empresa y que la deuda se reestructure para calzar con la generación operativa y reducir el riesgo de refinanciamiento.

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 Sep-12 es la siguiente:

ACTIVOS	Activos Sept-2012	Activo Pignorado	Activos Libres	Act. Dif. e Intang.	Activos Garantía General
Activos Líquidos	2.776		2.776		2.776
Cuentas por Cobrar	10.541		10.541		10.541
Inventarios	10.621	10.621	0		0
Gastos anticipados	1.139		1.139		1.139
Otros Activos corrientes	26		26		26
Propiedades	7.336	1.050	6.286		6.286
Inversiones en Compañías	2.391	2.380	11		11
Activos para vender	47		47		47
Cuentas por Cobrar Largo Plazo Tercer	192		192		192
Activo Diferido	42		42	42	0
Activo Intangible	232		232	232	0
ACTIVO TOTAL	35.342	14.051	21.292	274	21.018
Monto en circulación	1.252				
Garantía / Monto en circulación a Mar-2012					16,78 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, están hipotecados los inventarios y un terreno de EDIMCA a varias instituciones bancarias.

El monto emitido no excede el límite de 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Cuantitativamente la garantía cubre 16.78 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 Sep-2012, la Compañía presenta los siguientes índices:

- Índice de endeudamiento neto máximo: **1.51:12**. Índice de endeudamiento financiero neto máximo: **0.45:1**

El emisor cumple con los resguardos señalados 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-09	dic-10	sep-11	dic-11	mar-12	sep-12
RESULTADOS						
Ventas	56.344	63.615	53.965	72.022	17.502	55.983
% crecimiento	-5,01%	12,91%	13,11%	13,22%	-2,80%	3,64%
Costos	(45.107)	(50.314)	(41.621)	(55.751)	(13.312)	(43.110)
% crecimiento	0,00%	11,54%	10,30%	10,81%	-4,49%	3,10%
MARGEN BRUTO (%)	19,94%	20,91%	22,87%	22,59%	23,94%	22,99%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0
% crecimiento						
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.795	3.684	4.717	5.033	1.160	3.296
MARGEN EBITDA (%)	4,96%	5,79%	8,74%	6,99%	6,63%	5,89%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.795	3.684	4.717	5.033	1.160	3.296
MARGEN EBITDAR (%)	4,96%	5,79%	8,74%	6,99%	6,63%	5,89%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos opere	780	859	1.006	1.200	299	951
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.015	2.824	3.711	3.833	860	2.345
MARGEN EBIT (%)	3,58%	4,44%	6,88%	5,32%	4,92%	4,19%
Gasto Financiero del período	(526)	(306)	(261)	(337)	(86)	(281)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0,93%	0,48%	0,48%	0,47%	0,49%	0,50%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	12,49%	6,32%	7,41%	7,17%	7,30%	7,04%
Impuestos a la renta	(574)	(726)	0	(937)	0	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	17,88%	20,74%	0,00%	22,99%	0,00%	0,00%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	47,00%	24,72%	4,13%	7,44%	5,82%	10,23%
UTILIDAD NETA	2.638	2.777	3.599	2.894	822	2.300
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	4,68%	4,36%	6,67%	4,02%	4,70%	4,11%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	29,46%	24,63%	34,46%	21,31%	23,38%	20,72%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	11,01%	9,99%	14,81%	8,97%	9,51%	8,78%
FLUJO DE CAJA						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	2.405	3.636	4.605	4.094	1.121	3.250
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	(827)	(921)	(2.100)	(1.457)	(793)	(3.397)
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1.578	2.715	2.505	2.637	328	(146)
Inversión en Activos Fijos	(839)	(1.904)	(1.224)	(2.132)	(127)	(1.532)
Otras Inversiones, Neto	(475)	(956)	(115)	55	4.753	4.586
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativ	264	(145)	1.166	560	4.954	2.907
Variación Neta de Deuda Financiera	1.152	101	(379)	1	(312)	1.155
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	(1.000)	(340)	(750)	(757)	(2.000)	(2.000)
Otros Financiamientos, Neto	0	0	0	(96)	(103)	71
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	415	(385)	37	(292)	2.539	2.133
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH						
EBITDA OPERATIVO	2.795	3.684	4.717	5.033	1.160	3.296
(-) Gasto Financiero del período	(526)	(306)	(261)	(337)	(86)	(281)
(-) Impuesto a la renta del período	(574)	(726)	0	(937)	0	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)	1.695	2.652	4.456	3.759	1.073	3.015
(-) Variación Capital de Trabajo	(827)	(921)	(2.100)	(1.457)	(793)	(3.397)
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	867	1.731	2.356	2.302	280	(381)
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	711	984	149	335	48	235
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	(1.000)	(340)	(750)	(757)	(2.000)	(2.000)
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(839)	(1.904)	(1.224)	(2.132)	(127)	(1.532)
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	(261)	471	530	(252)	(1.799)	(3.679)
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	1.152	101	(379)	1	(312)	1.155
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	0	0	0	(96)	(103)	71
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	415	(385)	37	(292)	2.539	2.133
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	896	1.313	937	937	644	644
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	1.311	929	973	644	3.182	2.776
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	1.313	937	1.020	644	3.188	2.776
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	(2)	(8)	(47)	1	(5)	0
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	3,01%	4,17%	8,26%	5,22%	6,13%	5,39%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	2.795	3.684	4.717	5.033	1.160	3.296
BALANCE						
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	1.313	937	1.020	644	3.188	2.776
Activos Totales	25.546	30.022	34.786	34.490	34.641	35.342
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	1.349	2.699	3.257	3.949	3.949	6.044
Psivo financiero Largo Plazo	3.439	2.189	1.252	940	628	0
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser consihrados 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	4.788	4.889	4.510	4.889	4.577	6.044
Pasivos con Proveedores	8.376	9.866	11.854	11.173	10.508	10.791
Otros Pasivos	2.349	2.753	3.083	3.777	6.084	3.557
Pasivos Totales	15.512	17.508	19.447	19.839	21.169	20.392
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	10.034	12.513	15.339	14.650	13.472	14.950
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a	9.713	12.344	14.060	14.380	12.328	13.542
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	321	169	1.279	270	1.144	1.408
Capitalización ****	14.822	17.402	19.849	19.540	18.049	20.994

EMPRESA: EDIMCA

INDICADORES FINANCIEROS	dic-09	dic-10	sep-11	dic-11	mar-12	sep-12
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	5,31	12,05	18,07	14,94	13,42	11,75
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3,72	5,82	13,38	8,61	11,95	6,28
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	5,31	12,05	18,07	14,94	13,42	11,75
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	4,22	9,68	18,07	12,16	13,42	11,75
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	2,65	6,66	10,03	7,83	4,24	(0,36)
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4,22	9,68	18,07	12,16	13,42	11,75
CFO/cargos fijos	2,65	6,66	10,03	7,83	4,24	(0,36)
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - f	1,71	1,33	0,72	0,97	0,99	1,38
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) An	1,24	1,07	0,55	0,84	0,30	0,74
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	2,83	1,84	0,76	1,30	1,07	1,50
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	0,32	0,28	0,23	0,25	0,25	0,29
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0,47	0,47	0,49	0,45	0,50	0,44
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0,31	0,28	0,23	0,25	0,22	0,30
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1,60	1,42	1,38	1,38	1,72	1,51
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1,60	1,42	1,38	1,38	1,72	1,51
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0,49	0,40	0,32	0,34	0,37	0,45
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0,20	0,11	0,27	0,21	0,69	2,43
deuda ajustada y patrimonio tangible deben venir solamente del resumen para e	-	-	-	-	-	-
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0,28	0,55	0,72	0,81	0,86	1,00
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,26	0,98	1,82	0,95	1,09	0,67
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1,36	2,12	4,76	3,01	3,44	3,21
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2,23	1,33	2,14	1,11	1,89	1,12
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,17	1,01	1,03	0,67	0,33	(0,03)
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0,69	1,39	2,51	1,84	0,90	(0,41)
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,78	0,52	0,53	0,10	(1,02)	(0,35)
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0,84	1,13	1,38	0,31	(3,21)	(1,70)
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3.774	2.949	4.539	7.717	6.504	6.460
Liquidez Acida (x)	0,82	0,65	0,65	0,81	0,68	0,78
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0,80	0,64	0,57	0,53	0,62	0,71
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0,95	0,96	1,09	1,27	1,20	1,23
Patrimonio / Activo Total (x)	0,39	0,42	0,44	0,42	0,39	0,42
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7,26	7,62	8,03	8,08	7,82	6,84
Días de cuentas por cobrar	49,58	47,24	44,82	44,55	46,02	52,66
Rotación de inventarios (x)	7,88	6,39	5,33	5,03	4,21	5,41
Días de inventarios	45,67	56,32	67,57	71,59	85,59	66,52
Rotación de cuentas por pagar (x)	5,39	5,10	4,68	4,99	5,07	5,33
Días de cuentas por pagar	66,85	70,59	76,90	72,15	71,04	67,58
Rotación Capital de Trabajo	11,95	17,06	12,23	7,22	8,19	8,90
Días de Capital de Trabajo	30,12	21,10	29,44	49,83	43,98	40,46
Días de Ciclo de Operación	1,72	(11,86)	(6,05)	5,83	(16,59)	(11,14)
Vencimientos Deuda Financiera						
Año	dic-09	dic-10	sep-11	dic-11	mar-12	sep-12
Vencimientos Emision Obligaciones	0	3.439	2.502	2.189	1.877	1.252
Vencimientos Otra deuda Financiera	0	1.450	2.008	2.700	2.700	4.792
Total	0	4.889	4.510	4.889	4.577	6.044

(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

INTRODUCCION

Durante el primer semestre del 2012, se han observado síntomas de **desaceleración en la Economía**, el crecimiento económico mantenido en periodos anteriores empieza a ser más lento, sin que esto signifique que sean situaciones que no puedan ser controladas al momento.

SECTOR REAL

La tendencia del PIB en el primer semestre se muestra menor en aproximadamente 3% al crecimiento del 2011, la expectativa del gobierno es una desaceleración del crecimiento real de la Economía que llegaría a 4 % para fines del 2012.

El petróleo continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el consumo. A fines de abril y principios de mayo, se presentó una caída del precio del petróleo ecuatoriano, terminando en USD 84,96 promedio (USD 99.75 a diciembre 2011), esto preocupó al Gobierno que tomo medidas que al final no se han justificado en vista de la recuperación del precio del petróleo.

La inflación a junio (0.14%), tuvo un importante descenso a 5% anual, registrando una de las tasas más bajas del año, contrastando con la de marzo que llegó a 6%. En este comportamiento tuvo que ver los precios de los alimentos, contrariamente a los precios de educación y bebidas alcohólicas que fueron las de mayor crecimiento.

El Mercado Laboral urbano muestran un leve deterioro durante el primer semestre, la tasa de desocupación fue de 5.2%, el subempleo fue de 42.9%. La ocupación total se redujo más en la industria manufacturera y el comercio tuvo un menor número de incorporaciones de nuevos trabajadores.

El salario real mantuvo una posición estable, debido a los menores niveles de inflación que fuera afectado en el primer trimestre del año.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios en este semestre, conservándose estables y no se esperarían cambios hasta finales de año. La tasa pasiva referencial se mantienen en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Respecto a los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial hasta mayo 2012, presenta un superávit de USD 581 millones, debido a las exportaciones de petróleo ya que de cada tres dólares exportados, dos son del petróleo. El sector no petrolero no corre la misma suerte ya que presenta un déficit de USD 3.700 millones, superior al presentado en el 2011.

Estos resultados han preocupado al gobierno, que ha tomado medidas restringiendo importaciones para reducir las compras externas de bienes de consumo.

EXPORTACIONES

Hasta mayo 2012 las exportaciones crecieron 12 % llegando a USD 10.320 millones. Las exportaciones de Petróleo crecieron 20%, por volumen 7% y por precio 12%, en el caso de las exportaciones no petroleras llegan a USD 3.925 millones, incrementando apenas 1.6%, con una caída del banano, cacao y productos elaborados. Este sector presenta un futuro poco promisorio, en vista de la falta de acuerdos comerciales con los principales países, (ATPDEA y Unión Europea).

IMPORTACIONES.

Hasta mayo 2012 sumaron USD 9.378 millones, registrando un incremento de 11%, se observa un menor crecimiento en bienes de consumo en cuanto al volumen respecto al año anterior no así las materias primas y bienes de capital que tienen un incremento.

A mediados de junio el Gobierno dictó medidas para restringir importaciones, fijando cupos alrededor de 100 productos.

SECTOR PÚBLICO.

El Presupuesto General del estado (PGE) a junio registró un superávit de USD 1.263 millones de dólares, influenciado por el alto precio del petróleo cuyas ventas totalizaron USD 3.377 millones, superando en USD 588 millones a las ventas de junio 2011.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO			
	2011 ene - jun	2012 ene - jun	Variación 2011 - 2012
TOTAL INGRESOS	8,754	11,000	25.7%
Ingresos Tributarios	4,988	6,276	25.8%
Ingresos Petroleros	2,789	3,377	21.1%
Ingresos No Tributarios	528	551	4.4%
Transferencias Corrientes	268	440	64.2%
Otros Ingresos	181	356	96.7%
TOTAL GASTOS	8,382	9,737	16.2%
Gasto Corriente	4,737	5,443	14.9%
Sueldos	2,982	3,302	10.7%
Bienes y Servicios	537	682	27.0%
transferencias Ctes	857	910	6.2%
Intereses	318	486	52.8%
Otros Gtos Corrientes	43	63	46.5%
Gastos de Capital	3,645	4,294	17.8%
DEFICIT / SUPERAVIT	372	1,263	

Fuente: Ministerio de Finanzas

La recaudación de Impuestos, USD 6.276 millones, representan el 57% del total de ingresos con un crecimiento anual del 25.8%.



Los Gastos han mantenido un crecimiento continuo (16% anual) en el primer semestre, totalizando a junio USD 9.737 millones, de estos el 52% son gastos corrientes correspondientes a sueldos y salarios.

Los gastos de capital también se han incrementado, a junio la inversión pública llegó a USD 4.294 millones, registrando USD 650 millones más que el primer semestre del 2011.

La deuda Interna, en mayo registra un saldo de USD 6.033 millones, con un crecimiento del 30% respecto al cierre del 2011.

TRIBUTACION

Conforme a datos del Servicio de Rentas Internas (SRI), a junio 2012, se obtuvo un crecimiento en recaudaciones del 17.5% y a USD 5.752 millones, cumpliendo en 109% la proyección fijada para el primer semestre, este aumento se dio por el Impuesto a la salida de capitales. El impuesto a la renta creció en USD 171 millones, totalizando USD 1.946 millones. El IVA creció en 11.3% o USD 270 millones adicionales, debido al consumo de los primeros meses del año.

El nuevo impuesto a la contaminación vehicular ayudó a recaudar USD 48 millones hasta junio y el impuesto a las botellas plásticas generó USD 6.6 millones.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

En el primer Semestre del 2012, se registraron importantes niveles de liquidez, alimentados por un gasto público creciente que incentiva el consumo, sin embargo hay factores que han limitado este crecimiento, como la disminución de las remesas y menor crecimiento de las exportaciones.

La oferta monetaria continúa creciendo hasta junio, pero en menor intensidad a la habitual.

Los depósitos de la banca privada suman USD 18.566 millones, registrando un aumento de USD 283 millones en el último trimestre a un menor ritmo del alcanzado en el primer trimestre del 2012. Este crecimiento ha estado respaldado por mayores captaciones de personas y hogares con USD 661 millones, contrariamente al de las empresas que disminuyeron en USD 361 millones, debido a las obligaciones tributarias y pago de utilidades y dividendos, que generan menor liquidez.

El comportamiento de los depósitos también tuvo una variación, ya que los de cuenta corriente crecieron el primer trimestre y se redujeron para el segundo, teniendo comportamiento contrario los depósitos de ahorro y de plazos.

CARTERA DE CREDITO

Esta creció en USD 721 millones en el segundo trimestre llegando a USD 14.425 millones, tanto en cartera corporativa como de personas.

La morosidad ha tenido variaciones incrementales pero mantiene niveles aun aceptables.

La Junta Bancaria ha emitido varias regulaciones, con el fin de controlar la concesión de crédito, los mismos que han tenido impacto negativo en los resultados de las Instituciones Financieras.

PERSPECTIVAS 2012

A esta altura del periodo 2012, todas las instituciones, tanto internacionales como locales han revisado sus proyecciones iniciales de crecimiento para abajo, debido a la contracción económica que atraviesan los países desarrollados y que afectan parcialmente nuestra economía.

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012				
	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
Estimaciones Iniciales	5,3%	4,8%	5,0%	4,0%
Estimaciones actuales	4,8%	4,0%	4,5%	3,85%

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.

La desaceleración del PIB al 4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería 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 5.1% 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 esperaba 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: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio; Elaboración BWR.

	2008	2009	2010	2011	1S12
PIB (USD Mill 2000)	24.032	24.119	24.983	26.928	28.227
Inc. PIB (Mill 2000)%	7,24	0,36	3,60	7,78	4,80
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54.208	52.022	57.978	67.427	73.232
Inc. PIB CORRIENTE%		-4,03%	11,45%	16,30%	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	5,45	5,09
Deuda total del Gobierno / PIB%	25,34	19,67	23,40	21,21	20,35
Deuda externa del Gobierno / PIB%	19,19	14,39	15,22	14,53	14,06
Deuda interna del Gobierno / PIB%	6,15	5,28	8,18	6,68	6,15
Ingreso Sector Público / PIB %	40,70	35,33	39,98	47,76	34,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	27,20	26,80	29,16	33,88	19,28
Inversión del Gobierno / PIB%	12,91	12,84	12,45	14,90	15,20
Precio del Petróleo / barril USD (ref)	97,70	64,00	84,50	102,46*	84,96

fuentes: Análisis Semanal - 2007 - 1S12 BCE devengado, 2012 registro oficial y proforma PIB