



Ecuador
Emisión Obligaciones

Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA

Calificación - VIII 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	2,012	abr-13
Activos	25,546	30,022	34,490	34,641	32,596	36,473
Ventas	56,344	63,615	72,022	17,502	74,312	24,117
EBITDA	2,795	3,684	5,033	1,160	3,704	2,323
Margen EBITDA (%)	5.0%	5.8%	6.99%	6.63%	4.98%	9.56%
ROA (%)	11.0%	10.0%	8.97%	9.51%	5.45%	6.71%
Deuda Financ. Tot. / Capitalización (%)	32.0%	28.0%	25.0%	25.4%	31.0%	33.0%
Deuda Financiera Total / FFO (x)	2.83	1.84	1.30	1.07	2.23	1.19

*La información financiera 2009 al 2012 corresponde a información auditada bajo normas NIIFs. La información interina es directa.

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 627.800
Serie 1	USD 375.000
Serie 2	USD 252.800
Monto colocado:	USD 5.000.000
Plazo:	1440 días (4 años)
Próximo vencimiento:	14 Junio 2013 y 25 Junio 2013
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. Prohubanco
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

Carlos Ordoñez
(593 2) 22 69 767
cordonez@bwratings.com

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

FECHA COMITE: 12-Junio-2013

ESTADOS FINANCIEROS AL: 30-abril- 2013

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros internos e información adicional con corte a diciembre del 2012 y abril 2013, 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.

En el primer trimestre de este año y durante el 2012 se evidencia un lento crecimiento de ventas, menor a lo programado, que obedece a dos factores: al crecimiento de la competencia que obligó a mayores descuentos, y al menor crecimiento de la economía. El crecimiento proyectado para este año es mayor y se fundamenta tanto en el crecimiento de su red de locales propios como también en un cambio de la estrategia de comercialización que implica menores descuentos, y un cambio en el mix de ventas.

Por otro lado, la estrategia de comercialización ya no requerirá un crecimiento fuerte de gastos operativos, como el año anterior, por lo que se podría esperar que el crecimiento en el margen

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.

bruto se refleje también en el EBITDA generado. En consecuencia los retornos esperados para este año podrían mejorar hasta los niveles históricos del año 2011 (USD 3MM).

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.

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.

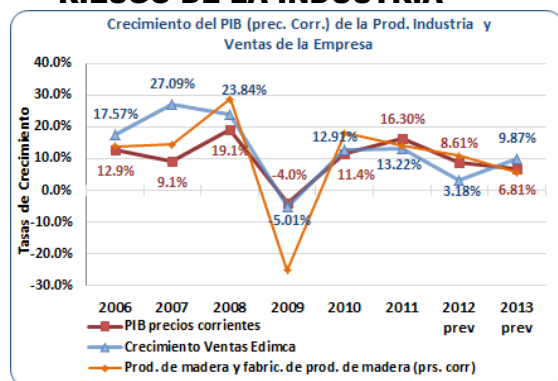
Adicionalmente se considera la expectativa de que el flujo de caja (CFO) que se hizo negativo en el 2012, y hasta abril 2013, regrese a niveles positivos en el segundo semestre de este año, tanto por la recuperación del EBITDA como porque parte de los requerimientos de capital de trabajo, particularmente de las cuentas por pagar a proveedores, retornarán a sus registros históricos.

Si bien se advierte una fuerte presión en los indicadores de liquidez, se espera que la recuperación del CFO y la reestructuración de la deuda a largo plazo permitan una recuperación de los indicadores de liquidez, disminuyendo el riesgo de refinanciamiento que en el entorno actual es mayor. Para mantener la calificación se considera adecuada la decisión asumida de que en este año no habrá reparto de dividendos, para mantener un soporte patrimonial apropiado. Adicionalmente, se considera que la empresa realizaría inversiones de capital dentro de niveles promedio históricos.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver anexo 1.

■ 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 2012 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 2012 el sector de la construcción tuvo un crecimiento de 11.94% (en términos corrientes), según la última información publicada por el BCE, en tanto que para este año se espera un crecimiento de 11.72%.

El comportamiento del sector de 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 a diciembre 2012, ascendería a USD 5036 MM con un crecimiento anual dinámico de 26.2%. El BIESS alcanza la mayor participación con el 50.3% del mercado hipotecario, el sistema financiero privado reduce su participación a 36.4%, y la cartera titularizada representa el 13.3%.

Para la Industria de la madera y sus productos se espera un crecimiento de 5.7% (a precios corrientes) para el año 2013 según el Banco Central del Ecuador (jun-12). Si bien estas cifras no han sido actualizadas no se esperaría un crecimiento importante en términos reales lo que es coherente también con el crecimiento esperado de la economía en general.

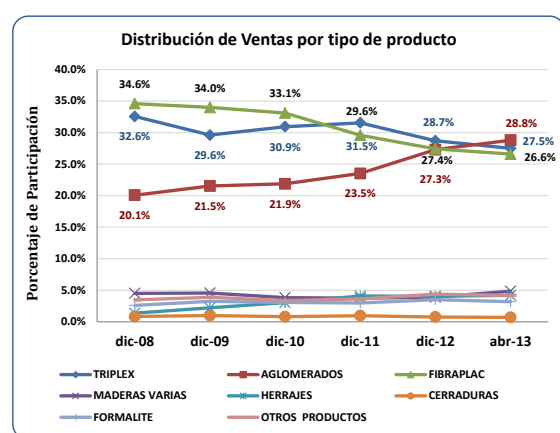
El financiamiento de vivienda ha mostrado un crecimiento dinámico en los últimos años especialmente por la participación del BIESS; en el sector financiero privado el crecimiento es menor con un promedio del 5.3% en los últimos cuatro años y con una tendencia declinante. El crédito hipotecario muestra 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, en conjunto con la oferta de financiamiento hipotecario del sistema financiero y del BIESS y la política de reactivación económica generada desde el sector financiero público.



El sector de 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. Una barrera de entrada a este sector es la capacidad de asegurar el abastecimiento con el almacenamiento óptimo de los productos. No obstante en los últimos años las importaciones han entrado con fuerza a ciertos segmentos de productos, especialmente con productos de menor calidad y precio que los locales.

▪ 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.

El crecimiento de EDIMCA ha conllevado un cambio importante en su estructura organizacional y tecnológica, que ha implicado un proceso paulatino de inversiones para enfrentar sus negocios con mayor eficiencia, frente a una competencia cada vez mayor en las diferentes fases del negocio.

Actualmente, EDIMCA posee 24 locales propios y 35 puntos de venta a nivel nacional. Cuenta con cinco franquicias y espera alcanzar las 13 hasta fines del 2014. En los próximos dos años esperan adicionar 8 locales y ampliar su cobertura en sitios estratégicos del país.

Adicionalmente a la red propia la empresa cuenta con más de 150 distribuidores. A través de su red comercial atiende al mercado artesanal, de diseño y de la construcción con una amplia diversidad de productos de alta calidad, manteniendo su liderazgo en el mercado.

Tradicionalmente el principal mercado objetivo de EDIMCA ha sido la industria de muebles cuya representación sobre las ventas asciende a 44%; le han seguido en importancia los distribuidores de sus productos 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 con ligeras variaciones.

Las ventas de 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.

La empresa se desenvuelve en un mercado competitivo donde tres participantes captan el 97% del mercado; EDIMCA posee aproximadamente 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. No obstante, para atender a los diversos segmentos de mercado, que exigen tanto precios como calidad, la empresa ha ingresado a la importación de tableros de varios países, además de otros productos que complementan la oferta necesaria para cubrir los requerimientos de sus clientes.

EDIMCA maneja siete líneas de productos, tres de ellas relacionadas con diferentes tipos de tableros de madera que comprenden el 83% de las ventas, y mayormente son productos provistos por compañías pertenecientes al mismo grupo económico. La empresa complementa sus ingresos con la comercialización de algunas marcas internacionales de productos importados como láminas, cerraduras, herrajes, barras de seguridad, entre otros. Este segmento es muy rentable y la estrategia comercial le ha dado un impulso especial.

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, Brasil y China, los mismos que han logrado captar una porción del mercado con precios más bajos.

▪ 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. En la actualidad el Grupo tiene presencia en varios países de la región y está en un proceso de inversiones importantes tanto dentro del país como en la región.

En Ecuador EDIMCA se encuentra integrada verticalmente hacia atrás, con empresas relacionadas que se dedican a la explotación y compra de madera, y a la producción de tableros contrachapados, aglomerados, madera aserrada y pulpa de papel. EDIMCA realiza la comercialización en el mercado nacional de los productos del Grupo, aunque recientemente se ha decidido que las empresas productoras también puedan hacerlo adicionalmente a través de otros puntos de venta.

La organización corporativa del Grupo se encuentra un proceso de migración hacia una estructura de administración regional que considere las tres fases del negocio: industrial, forestal, y comercial. Este cambio implica que existirán vicepresidencias corporativas que definirán los objetivos y tomarán decisiones a nivel de grupo.

Como parte del nuevo esquema organizacional, es probable que en el futuro las cuentas por cobrar y por pagar a relacionadas ganen mayor protagonismo en los estados financieros de EDIMCA, en función de las necesidades de flujos de caja del Grupo.

A abr-2013 EDIMCA solamente tiene inversiones en Actitrans que es la dueña de los terrenos e inmuebles que ocupa EDIMCA. A la misma fecha no existen garantías ni cuentas acreedoras o deudoras no comerciales, que sean representativas entre las empresas relacionadas.

▪ 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%
LEDEX HOLDINGS LLC.	EEUU	1.350.338	16,47%
THE INTERNATIONAL WOOD TRUST	N. Zelanda	1.160.524	14,15%
BARLIK 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 provenido de 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, aunque en el 2012, se realizó un reparto extraordinario del 69% de la utilidad generada durante el 2011. Este pago respondió a una estrategia comercial del Grupo que definió fortalecer su canal de distribución en el exterior lo financió con la venta de las acciones que EDIMCA tenía en ACOSA y BOTROSA. En este año no se espera repartir dividendos de la utilidad del año 2012, con la finalidad de sostener el proceso de inversiones que ha emprendido el Grupo y particularmente EDIMCA.

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 demuestra una planificación proactiva frente al entorno macroeconómico y de la industria.

Hasta el momento 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. En el futuro la administración se integrará a la planificación estratégica del Grupo.

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.

Su red de distribución representa una ventaja competitiva frente a las otras dos comercializadoras importantes en el mercado local, ya que mantiene una cobertura adecuada en todo el país para sus productos locales e importados que atienden a los diversos segmentos del mercado. Además, frente a las comercializadoras que importan, el abastecimiento local de EDIMCA le otorga una fortaleza, al poder atender a sus clientes con oportunidad y con bajos costos de inventarios.

EDIMCA no tiene un Comité de Empresa y no ha experimentado problemas laborales.

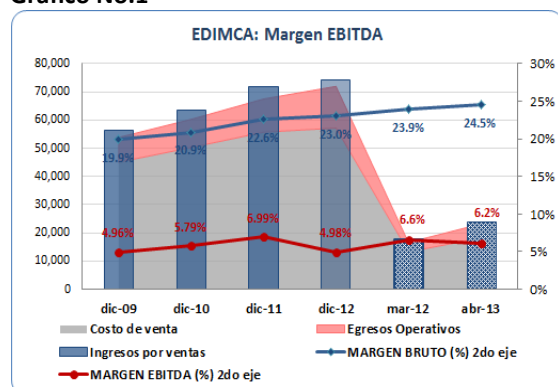
En el periodo 2009 EDIMCA vendió a la compañía Barkley Marketing LLC de los EEUU, sus marcas con todos sus usos y derechos, para ser administradas por ella, a cambio de una comisión anual que se registra dentro de los gastos operativos.

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, para los periodos anuales 2009 al 2011; auditados por PWC a dic-2012, y estados financieros interinos bajo NIIF e información suplementaria a abril 2013.

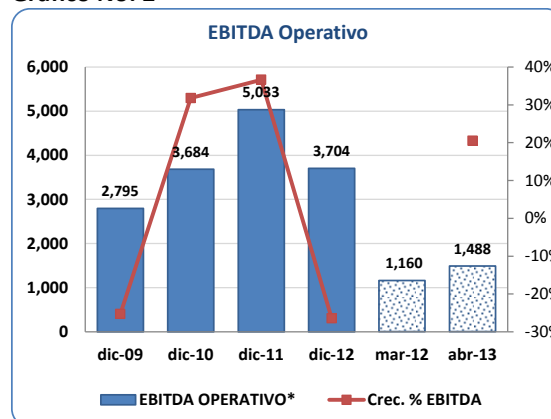
GESTION OPERATIVA

Gráfico No.1



Fuente: Edimca Elaboración: BWR

Gráfico No. 2



Fuente: Edimca Elaboración: BWR

Las ventas netas en el año 2012 registraron un pequeño crecimiento de 3.18%; para este año 2013 se espera una recuperación con un crecimiento aproximado de 10% (USD 81.6MM). En el primer trimestre las ventas tuvieron un crecimiento lento, pero en los siguientes meses ha mejorado paulatinamente y la empresa espera cumplir el presupuesto estimado.

La tendencia de las ventas es consistente con los ciclos económicos y de la industria en la que la empresa se desenvuelve pero en el 2012 su crecimiento fue menor al de su sector, lo que se explica por el crecimiento de la competencia que enfrentó la compañía, particularmente de las importaciones que tienen un menor precio y que se dirigen a un segmento de consumidores que dan más relevancia al costo.

El crecimiento pequeño en ventas del 2012 fue afectado por la estrategia de descuentos, los precios fueron afectados a través de descuentos que resultaron ser más altos que en el año 2011. Para este año la estrategia ha cambiado y los precios se han recuperado ligeramente, la empresa impulsará también la provisión de productos de menores precios para cubrir ese segmento del mercado.

El margen bruto a abril-2013 es ligeramente mayor al del año anterior, debido al 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 responde a las tendencias de mercado, por lo que se esperaría que el margen bruto se mantenga o mejore durante este año.

El incremento de ventas proyectado para el 2013 es de un 10%, y se fundamenta principalmente en una recuperación de los precios a través de la reducción de descuentos que se obtiene por el cambio en el



mix de canales de ventas, elevando las 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 el año anterior. 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.

En el año anterior la tendencia positiva del margen bruto no se refleja en el margen EBITDA de la empresa, debido al importante crecimiento del gasto operacional que presionó sobre los ingresos por ventas (16.3% a dic-11, 19.9% a dic-12), por el fuerte crecimiento anual (25.7%) proveniente especialmente de la ampliación de la estructura operacional y 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.

En este año la empresa proyecta un crecimiento menor de 4.2% en el gasto operacional, que permitirá que el EBITDA se incremente, en función del mayor margen bruto esperado. En abril-2013 ya se puede apreciar tal recuperación, ya que el EBITDA de los primeros cuatro meses del año representa el 40% del generado el año anterior, y se espera que en los siguientes meses mejore por el mayor dinamismo de las ventas, de todas formas si analizamos el EBITDA obtenido a abr-2013 se tendría un crecimiento de 20.5% a fin de año. Como se muestra en el gráfico No. 2, en este año hay una recuperación importante.

El riesgo del negocio medido a través de la volatilidad del EBITDA 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 eleva por el incremento coyuntural de la deuda, pero se mantiene bajo el 1% de las ventas y el EBITDA lo cubriría en 7.9 veces.

El resultado final antes de impuestos y participaciones a abr-2013 constituye el 43.5% del obtenido a dic-2012 y se espera terminar el año con un resultado antes de impuestos mayor en 92% al de dic-2012. En el primer trimestre no se alcanzaron las metas planificadas, pero en los siguientes meses la generación de ingresos se ha recuperado y la empresa espera compensar los resultados hasta fin de año.

Los indicadores de ROE y ROA mejoran respecto de dic-2012, pero se mantienen en niveles menores a sus históricos, a pesar de lo cual, estos retornos siguen siendo atractivos para los accionistas.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS.-

A abr-2013 la empresa mantiene una estructura saludable de activos, cuya composición refleja su naturaleza comercial; el 70% de los activos son de naturaleza corriente y están compuestos por activos líquidos en 4.57%, cuentas por cobrar comerciales en 28.74%, inventarios en 34.41%, gastos anticipados en 2.11%, y cuentas por cobrar a relacionadas únicamente en 0.04%.

El activo no corriente representa el 30% restante y está conformado por activos fijos (21.9%), inversiones en la empresa inmobiliaria Actitrans (6.6%) y otros activos, entre los que están impuestos diferidos, varias cuentas por cobrar de largo plazo y activos intangibles (1.06%).

La estructura de activos cambió en el año 2011 por la venta de la participación en algunas empresas de su grupo económico, que a dic-2010 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, ya que los principales terrenos y edificios están a nombre de Actitrans.

La cartera por cobrar está compuesta por alrededor de 2,000 clientes individuales y distribuidores, con una mayor concentración que en años anteriores; los seis mayores deudores son empresas productoras de muebles y distribuidores cuya participación individual está entre el 2% y el 7.7%, el resto de clientes tiene una participación que no sobrepasa el 1.5%.

Estos clientes representan ya el 26.6% del total de cartera. EDIMCA está pendiente de controlar estas concentraciones ya que su política es no elevar los montos alcanzados, no obstante la empresa considera que son clientes que están operativos y por tanto su riesgo de crédito sería controlado.

En este período se advierte un importante deterioro de la cartera que se observa ya desde el segundo semestre del año anterior; la cartera vencida 31 días o más representa el 12% (9.4% a mar-2012) de la cartera total con un crecimiento de 80% en relación con mar-2012. La cartera total de la compañía a abr-13 crece en 23% en relación con



mar-2012, pero en su mayor parte corresponde al período enero-abril 2013, ya que la cartera que se había acumulado en los períodos interinos el año anterior se recuperó al final del año.

De acuerdo a EDIMCA, el crecimiento de cuentas por cobrar, que se refleja en mayores días de cuentas por cobrar, se explica por los retrasos de clientes puntuales que están afectados por el menor crecimiento a nivel macro económico y un mayor volumen de ventas al gobierno, cuya gestión fue más lenta atravesando un período electoral y de cambio de autoridades. Sin embargo, consideramos que la presión de la competencia generará mayores plazos de financiamiento a sus clientes que en el pasado.

El inventario es de rápida realización, con una rotación de corto plazo (76 días promedio), no obstante también se observa una mayor necesidad de financiamiento, que se explica por el incremento de importaciones en su mix de productos y al nuevo modelo de ventas directas con una mayor red comercial propia.

Las inversiones en acciones (USD 2.39MM) corresponden a Actitrans, una inmobiliaria que tiene terrenos y edificios donde funcionan locales de EDIMCA.

El patrimonio de la compañía financia el 42% del activo, mientras que las cuentas por pagar a proveedores cubren el 26.3% de los activos.

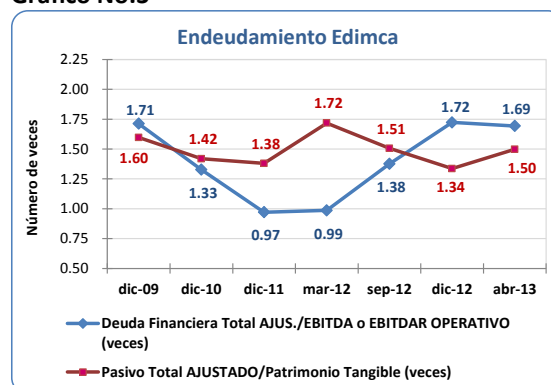
El ciclo del negocio necesita un financiamiento de corto plazo (32.3 días a abr-2013 y 16 días a mar-2012). El ciclo del negocio tuvo variaciones debido a que por requerimientos coyunturales del Grupo se acortaron los días de cuentas por pagar a proveedores, que usualmente se ubicaban en alrededor de 72 días promedio, adicionalmente se necesitó un mayor financiamiento a clientes e inventarios, que se cubrió con una mayor deuda financiera, que creció en 65% en relación con mar-2012 (18.4% entre ene-2013 y abr-2013).

La estructura de la deuda se ha concentrado totalmente en el corto plazo a medida que se amortiza la emisión de obligaciones, ya que la deuda con bancos es de corto plazo. A abr-2013 la emisión en circulación (USD 628M) es deuda corriente y financia el 1.7% del activo.

ENDEUDAMIENTO

EDIMCA mantiene niveles de endeudamiento total adecuados, la relación pasivo patrimonio tangible en los últimos cuatro años ha fluctuado alrededor de 1.48 veces.

Gráfico No.3



Fuente: Edimca Elaboración: BWR

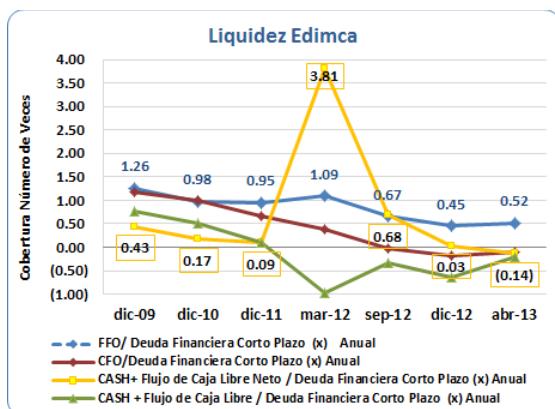
Adicionalmente, como se advierte en este gráfico, la empresa ha elevado paulatinamente los niveles de endeudamiento financiero desde el año anterior; la deuda financiera total, que incluye los saldos pendientes de la emisión de obligaciones, tiene un peso cada vez mayor en relación con la generación de ingresos operativos (EBITDA).

No obstante, el crecimiento del EBITDA en lo que va del año permitió reducir ligeramente el indicador respecto del año anterior y se esperaría disminuya ligeramente hasta fin del año, ya que el crecimiento de la deuda financiera del último trimestre podría ser coyuntural por el proceso de reorganización de la estructura corporativa del Grupo, la empresa espera reducir sus niveles de endeudamiento financiero desde el segundo semestre del año, cuando se normalicen los flujos hacia sus proveedores relacionados.

La deuda financiera a abr-2013 representa el 35.6% (21.6% mar-2012) del pasivo total de la compañía, y su peso aumentó desde el año anterior respecto de los períodos anteriores ya que se reduce el financiamiento de proveedores (relacionados) y se cancelan las cuentas por pagar por dividendos a los accionistas.

En este cuatrimestre se necesitó financiar el crecimiento de clientes y de inventarios. Adicionalmente, se continúa con la estrategia de crecimiento de la red comercial y requiere financiamiento para cumplir con su programación de inversiones en CAPEX, por lo que consideramos que el endeudamiento se mantendrá en los mismos niveles que a abr-2013.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



Fuente: Edimca Elaboración: BWR

El flujo de fondos antes de variaciones en el capital de trabajo (FFO) generado por la empresa a abr-2013 es positivo en consistencia con su comportamiento histórico, y en términos anualizados mejora ligeramente respecto del generado a dic-2012.

Si bien históricamente la Empresa ha podido cubrir con fondos propios sus requerimientos de capital de trabajo, en 2012 y hasta abril-2013 el incremento del FFO no es suficiente para financiar su crecimiento, debido a mayores volúmenes de cartera e inventarios y menor financiamiento de proveedores. Esta situación se refleja en un flujo de caja de operaciones (CFO) negativo, que podría mejorar dependiendo de las políticas con las que manejen el ciclo del negocio.

El flujo de caja libre (FCF) mantiene una tendencia de reducción desde años anteriores por las altas inversiones en CAPEX realizadas en los últimos tres años y el reparto de dividendos. Las inversiones en CAPEX responden a la nueva estructura comercial de la empresa que requirió el mejoramiento de los locales existentes y la ampliación de su red de locales propios. Estas inversiones aún no han representado un crecimiento de las ventas ya que se necesita un ciclo de maduración que podría ya dar resultados paulatinamente desde este año.

En el 2012, además de las inversiones en CAPEX se pagaron dividendos extraordinarios, que fueron financiados con la venta de acciones que EDIMCA mantenía en ACOSA y BOTROSA. Para el 2013 la empresa no ha previsto el pago de dividendos, lo que le permitirá cubrir en parte las necesidades de financiamiento de su capital de trabajo e inversiones de capital.

La deuda se ha concentrado en el corto plazo, y financia activos con una generación en el largo plazo, lo cual presiona los indicadores de liquidez.

De mantenerse los escenarios observados hasta el momento, estimamos que la liquidez se mantendría presionada durante este 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.

Se podría esperar que los niveles de endeudamiento se mantengan a menos que se produzcan eventos no programados. No obstante, la evolución positiva de la liquidez dependerá de que las políticas de inversiones y dividendos se manejen en función de los flujos generados 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 abr-2013 es la siguiente:

ACTIVOS	Activos Abril-2013	Activo Pignorado	Activos Libres	Act. Dif. e Intang.	Activos Garantía General
Activos Líquidos	1,663		1,663		1,663
Cuentas por Cobrar	10,481		10,481		10,481
Inventarios	12,552	4,250	8,302		8,302
Gastos anticipados	769		769		769
Otros Activos corrientes	16		16		16
Propiedades	7,974	3,134	4,840		4,840
Inversiones en Compañías	2,391	2,391	0		0
Activos para vender	47		47		47
Cuentas por Cobrar Largo Plazo Tercer	192		192		192
Activo Diferido	64		64	64	0
Activo Intangible	323		323	323	0
ACTIVO TOTAL	36,473	9,775	26,698	388	26,310
Monto en circulación	627.8				
Garantía / Monto en circulación a abril-2013					41.91 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 esta 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 42.6 veces la obligación en circulación. La emisión de obligaciones tiene el último grado de prelación dentro de la estructura del pasivo 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:

1. **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.

2. **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:

1. Índice de endeudamiento neto máximo: **1.50:1**

2. Índice de endeudamiento financiero neto máximo: **0.53:1**

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	dic-11	mar-12	dic-12	abr-13
RESULTADOS						
Ventas	56,344	63,615	72,022	17,502	74,312	24,117
% crecimiento	-5.01%	12.91%	13.22%	-2.80%	3.18%	-2.64%
Costos	(45,107)	(50,314)	(55,751)	(13,312)	(57,211)	(18,203)
% crecimiento	0.00%	11.54%	10.81%	-4.49%	2.62%	310.23%
MARGEN BRUTO (%)	19.94%	20.91%	22.59%	23.94%	23.01%	24.52%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0
% crecimiento						
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,795	3,684	5,033	1,160	3,704	2,323
MARGEN EBITDA (%)	4.96%	5.79%	6.99%	6.63%	4.98%	9.63%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,795	3,684	5,033	1,160	3,704	2,323
MARGEN EBITDAR (%)	4.96%	5.79%	6.99%	6.63%	4.98%	9.63%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos opera	780	859	1,200	299	1,383	1,407
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,015	2,824	3,833	860	2,321	915
MARGEN EBIT (%)	3.58%	4.44%	5.32%	4.92%	3.12%	3.80%
Gasto Financiero del período	(526)	(306)	(337)	(86)	(385)	(188)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0.93%	0.48%	0.47%	0.49%	0.52%	0.78%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	12.49%	6.32%	7.17%	7.30%	7.03%	8.31%
Impuestos a la renta	(574)	(726)	(937)	0	(459)	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	17.88%	20.74%	22.99%	0.00%	24.39%	0.00%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	47.00%	24.72%	7.44%	5.82%	15.31%	8.46%
UTILIDAD NETA	2,638	2,777	2,894	822	1,827	794
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	4.68%	4.36%	4.02%	4.70%	2.46%	3.29%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	29.46%	24.63%	21.31%	23.38%	12.54%	16.58%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	11.01%	9.99%	8.97%	9.52%	5.45%	6.71%
FLUJO DE CAJA						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	2,405	3,636	4,094	1,121	3,210	2,202
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	(827)	(921)	(1,457)	(752)	(4,347)	(1,680)
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,578	2,715	2,637	369	1,137	522
Inversión en Activos Fijos	(839)	(1,904)	(2,132)	(127)	(2,059)	(1,532)
Otras Inversiones, Neto	(475)	(956)	55	4,753	4,482	(6)
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativ	264	(145)	560	4,995	1,287	(1,016)
Variación Neta de Deuda Financiera	1,152	101	1	(312)	1,492	1,177
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	(1,000)	(340)	(757)	(2,000)	(2,000)	0
Otros Financiamientos, Neto	0	0	(96)	(103)	(252)	333
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	415	(385)	(292)	2,580	526	493
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH						
EBITDA OPERATIVO	2,795	3,684	5,033	1,160	3,704	2,323
(-) Gasto Financiero del período	(526)	(306)	(337)	(86)	(385)	(188)
(-) Impuesto a la renta del período	(574)	(726)	(937)	0	(459)	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	3,759	1,073	2,860	2,135
(-) Variación Capital de Trabajo	(827)	(921)	(1,457)	(752)	(4,347)	(1,680)
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	867	1,731	2,302	322	(1,487)	455
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	711	984	335	48	350	67
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	(1,000)	(340)	(757)	(2,000)	(2,000)	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(839)	(1,904)	(2,132)	(127)	(2,059)	(1,532)
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	(261)	471	(252)	(1,758)	(5,195)	(1,011)
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	1,152	101	1	(312)	1,492	1,177
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	0	0	(96)	(103)	(252)	333
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	415	(385)	(292)	2,580	526	493
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	896	1,313	937	644	644	1,170
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	1,311	929	644	3,224	1,170	1,664
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	1,313	937	644	3,188	1,170	1,663
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	(2)	(8)	1	36	(0)	0
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	3.01%	4.17%	5.22%	6.13%	3.85%	8.85%
(-) 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	5,033	1,160	3,704	2,323
BALANCE						
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	1,313	937	644	3,188	1,170	1,663
Activos Totales	25,546	30,022	34,490	34,600	32,596	36,473
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	1,349	2,699	3,949	3,949	6,381	7,558
Pasivo financiero Largo Plazo	3,439	2,189	940	628	0	0
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	4,788	4,889	4,889	4,577	6,381	7,558
Pasivos con Proveedores	8,376	9,866	11,173	10,508	8,740	9,589
Otros Pasivos	2,349	2,753	3,777	6,084	2,997	4,054
Pasivos Totales	15,512	17,508	19,839	21,169	18,119	21,202
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	10,034	12,513	14,650	13,472	14,477	15,272
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a	9,713	12,344	14,380	12,328	13,558	14,152
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	321	169	270	1,144	920	1,120
Capitalización ****	14,822	17,402	19,540	18,049	20,859	22,830
Contingentes	0	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignoralados	0	0	0	0	11,671	11,671
Activos diferidos	148	148	42	0	64	64
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	2,411	2,406	2,643	2,703
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	25,398	29,873	32,037	32,194	18,218	22,035
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	25,398	29,873	32,037	32,194	18,218	22,035



EMPRESA: EDIMCA

INDICADORES FINANCIEROS	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12	dic-12	abr-13
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	5.31	12.05	14.94	13.42	9.62	12.33
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3.72	5.82	8.61	11.95	4.28	4.20
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	5.31	12.05	14.94	13.42	9.62	12.33
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	4.22	9.68	12.16	13.42	8.43	12.33
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	2.65	6.66	7.83	4.72	(2.86)	3.41
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.22	9.68	12.16	13.42	8.43	12.33
CFO/cargos fijos	2.65	6.66	7.83	4.72	(2.86)	3.41
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - f	1.71	1.33	0.97	0.99	1.72	1.08
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) An	1.24	1.07	0.84	0.30	1.41	0.85
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	2.83	1.84	1.30	1.07	2.23	1.18
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	0.32	0.28	0.25	0.25	0.31	0.33
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.47	0.47	0.45	0.50	0.34	0.36
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0.31	0.28	0.25	0.22	0.35	0.36
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1.60	1.42	1.38	1.72	1.34	1.50
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1.60	1.42	1.38	1.72	1.34	1.50
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0.49	0.40	0.34	0.37	0.47	0.53
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0.20	0.11	0.27	0.69	0.69	(0.00)
deuda ajustada y patrimonio tangible deben venir solamente del resumen para e	-	-	-	-	-	-
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.28	0.55	0.81	0.86	1.00	1.00
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.26	0.98	0.95	1.09	0.45	0.85
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.36	2.12	3.01	3.44	3.04	10.20
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.23	1.33	1.11	1.89	0.63	1.07
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.17	1.01	0.67	0.37	(0.18)	0.21
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.69	1.39	1.84	1.03	(1.58)	2.17
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.78	0.52	0.10	(0.97)	(0.63)	(0.18)
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0.84	1.13	0.31	(3.08)	(4.28)	(2.18)
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3,774	2,949	7,717	6,504	5,719	6,303
Liquidez Acida (x)	0.82	0.65	0.81	0.68	0.65	0.67
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.80	0.64	0.53	0.62	0.61	0.63
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.95	0.96	1.27	1.20	1.21	1.20
Patrimonio / Activo Total (x)	0.39	0.42	0.42	0.39	0.44	0.42
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7.26	7.62	8.08	7.82	8.05	6.63
Días de cuentas por cobrar	49.58	47.24	44.55	46.02	44.72	54.30
Rotación de inventarios (x)	7.88	6.39	5.03	4.21	5.01	4.35
Días de inventarios	45.67	56.32	71.59	85.59	71.87	82.75
Rotación de cuentas por pagar (x)	5.39	5.10	4.99	5.07	6.55	5.69
Días de cuentas por pagar	66.85	70.59	72.15	71.04	55.00	63.22
Rotación Capital de Trabajo	11.95	17.06	7.22	8.19	10.00	8.66
Días de Capital de Trabajo	30.12	21.10	49.83	43.98	35.99	41.55
Días de Ciclo de Operación	1.72	(11.86)	5.83	(16.59)	(25.61)	(32.27)
Vencimientos Deuda Financiera						
Año	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12	dic-12	abr-13
Vencimientos Emision Obligaciones	0	3,439	2,189	1,877	940	628
Vencimientos Otra deuda Financiera	0	1,450	2,700	2,700	5,441	6,930
Total	0	4,889	4,889	4,577	6,381	7,558

(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

	2011	2012	2013 prev.
Inc. PIB (Mill. Año base 2007)%	7,78	5,01	3,50
PIB CORRIENTE (Mill USD)	78.190	84.950	90.730
Inc. PIB CORRIENTE%	15,22%	8,64%	6,80%
Inflación Anual %	5,41	4,16	4,00%
Total Ingresos	17.301	19.855	19.555
Total Gastos	18.338	21.124	22.560
Deficit / Superavit	(1.037)	(1.269)	(3.005)
Deuda Gobierno	14.552	17.974	
Deuda Interna	4.506	7.781	
Deuda externa	10.046	10.913	
Deuda total del Gobierno / PIB%	18,6%	25,0%	
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12,8%	14,9%	
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5,8%	11,0%	
Gasto Sector Publico no Financanc.	31.114	34.800	36.300
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23,5%	25,3%	24,9%
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99,75	91,82	91,00
estimación Ec Jaime Carrera - OPF			
Fuente Banco Central			

ANTECEDENTE

El Banco Central cambio el año base del 2000 a 2007 en la metodología de cálculo de las Cuentas Nacionales, lo que modificó las cifras de crecimiento económico del 2012, incorporando información más desagregada de la economía y con mayor coherencia en relación a la estructura productiva del País.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB): El 2012 no tuvo resultados similares al año anterior, notándose una desaceleración de la economía; de acuerdo a cifras del Banco Central, el PIB crece en 5.01%, cuando en el 2011 se obtuvo un crecimiento del 7.8%.

Las proyecciones para el 2013 son menos alentadoras, ya que el Banco Mundial estima que la economía crecería a un ritmo menor al 2012; la CEPAL menciona un decrecimiento de 1.2%, para llegar a 3.5%, y el BCE aspira a que se llegue a 4,0%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración en el crecimiento. Los mayores aportes al crecimiento del año 2012 se dieron en administración pública (5.2%), explotación de minas y canteras (2.3%), construcción y servicios manufactureros (2.7%).

El petróleo continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa

en el financiamiento del presupuesto del Estado. En el 2012 el precio promedio USD 98.5 el barril, registrando un alza de USD 0.90, respecto al 2011.

Durante el 2012 el precio del barril se mantuvo bastante estable, con variaciones al alza en los meses de febrero, marzo, abril y mayo (USD 104.1, USD 112.5, USD 111.9 y USD 101.5, respectivamente) para descender y terminar a diciembre en USD 93.0.

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

La inflación anual del 2012, se ubicó en 4.16%, porcentaje inferior a la del 2011; los segmentos de mayor incremento acumulado fueron: bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes (18.91%); restaurantes y hoteles (6.75%); y educación (6.52%).

El Mercado Laboral: Las tasas de subocupación en el área urbana y rural del País disminuyeron respecto a diciembre 2011, ubicándose en 39.8% y 74.6% respectivamente. La tasa de desempleo, disminuyó en 0.1%, tanto a nivel urbano como rural, situándose en diciembre 2012 en 5.0% y 2.3%, respectivamente. En la misma línea, las tasas de ocupación plena urbana y rural aumentaron, situándose en 52.1% y 22.7% respectivamente.

El salario básico tuvo un incremento del 10.6%, bajo la metodología aplicada para calcular el ingreso familiar básico y la canasta básica de bienes y servicios.

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

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial a diciembre 2012, presenta un déficit acumulado de USD 142.8 millones FOB, el cual es menor al obtenido el 2011 (USD



687 millones); los resultados se apoyaron en el saldo positivo de la balanza comercial petrolera que registró un superávit de USD 8,350 millones, gracias a los altos precios del petróleo.

La balanza comercial no petrolera no corre la misma suerte ya que presentó un déficit acumulado de USD 8,493 millones, superior al presentado en el 2011.

EXPORTACIONES USD 23,898.7 millones.

Las exportaciones crecieron 7.1%. Las petroleras suman USD 13,791.2 millones, y crecen en 6.5% (incluidos los derivados). Por volumen estas crecen 4.5%, debido al incremento en barriles de 135 a 141 millones. Las exportaciones petroleras representan el 57.7% del total.

Las exportaciones no petroleras suman USD 10,106.8 millones; en valores monetarios se incrementan en 7.86% pero disminuyen en volumen en 3.2%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación siguen siendo el banano (20.7%), el camarón (12.6%), los productos de mar (11.1%) y las flores (7.3%).

IMPORTACIONES USD 24,041.5 millones.

A diciembre 2012 las importaciones se incrementan en 4.7% en términos monetarios, aunque disminuyen en volumen en 1.4%.

No se registran crecimientos significativos en importación de bienes de consumo (1.7%) ni en materias primas (0.8%), a diferencia de los bienes de capital, que tienen un incremento de 9.8% y los combustibles y lubricantes, que crecen en 7.0%.

Se puede observar un cambio en la tendencia que anteriormente mantenían las importaciones, al reducirse la participación del grupo de ALADI, ALBA y CAN.

Las importaciones de la Unión Europea (UE), se incrementan de 9.6% a 11.4%, y caen las exportaciones, incurriendo en un déficit comercial con la UE.

SECTOR PÚBLICO.

El Presupuesto General del Estado (PGE) a diciembre 2012 registra un déficit de USD 1,289 millones, y el crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, del cual se alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

	2011	2012	Variac 2011/2012
TOTAL INGRESOS	17.301	19.853	14,8%
TRIBUTARIOS	9.642	11.958	24,0%
Renta	3.030	3.278	8,2%
IVA	4.202	5.255	25,1%
ICE	618	677	9,5%
Arancelarios	921	1.132	22,9%
Salida de Divisas	491	1.145	133,2%
Vehículos	174	200	14,9%
Otros	206	271	31,6%
PETROLEROS	5.552	5.407	-2,6%
NO TRIBUTARIOS	1.085	1.266	16,9%
Transf Corrientes	657	669	1,8%
Otros, autogestion.	365	553	51,5%

Fuente: Ministerio de Finanzas. Elaboración BWR

	2011	2012	Variacion 2012/2011
TOTAL GASTOS	18.338	21.124	15,2%
Gasto Corriente	10.345	12.485	20,7%
- Sueldos	6.466	7.353	13,7%
- Bienes y servicios	1.280	1.658	29,5%
- Transf Ctes.	1.836	2.413	31,4%
IESS, ISFA, ISSPOL	300	1.042	247,3%
Bono Des Humano	700	720	2,9%
Otras Transferencias	836	651	-22,1%
Otros Gastos Corrient	86	114	32,6%
Intereses	677	947	39,9%
Gasto de Capital	7.993	8.639	8,1%
Gobiernos Autoctonos	2.499	2.670	6,8%
Gto Corriente y otros	1.072	1.175	9,6%
Credit China, CAF, BID	500	1.100	120,0%
Otros	3.922	3.694	-5,8%
PIB Cta Base 2007	78.189	84.950	
Gasto / PIB	23,45%	25,30%	

Fuente: Ministerio de Finanzas. Elaboración BWR

Tributación:

La recaudación de impuestos crece en 24% frente al 2011, hasta USD 11,958 millones, monto que representa el 60.2% del total de ingresos. De acuerdo a datos del SRI, en 2012 se cumplieron las metas de recaudación en el 116%, teniendo especial incidencia el impuesto a la renta y el impuesto a la salida de divisas.

Gastos:

El comportamiento del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (59.1%), sin que se vea una rectificación de la política del Gobierno.

Los créditos recibidos empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a diciembre 2012 la deuda total suma USD 17,974 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,781 millones y un crecimiento de 72.6%, y deuda externa de USD 10,913 millones y un crecimiento de 8.6%.



SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Durante este año de análisis se emitieron varias regulaciones y leyes que afectaron y afectarán a la banca, especialmente en cuanto a sus modalidades de crédito y a sus utilidades. En el 2012 se emitieron leyes para la regulación de los créditos para vivienda y vehículos, que limitan el cobro de servicios de tarjetas de crédito, se eliminaron los burós de crédito y se emitió la Ley de Redistribución de los Ingresos para el Gasto Social.

El 2012 el sistema financiero (incluye bancos privados, cooperativas, financieras y mutualistas) registra **activos por USD 33,888 millones**, con un crecimiento de 17.2% y en el lado de los pasivos **USD 30.239 millones**, con un crecimiento de 17.7%.

Las **captaciones del público** llegan a **USD 26.644 millones**, con un crecimiento anual de 18.3%; la **cartera** termina el año en **USD 20.471 millones**, con un incremento de 15.8% frente al 2011.

Si bien el tamaño del Sistema continúa creciendo de forma importante, la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores y es preocupante el crecimiento de la cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses), que en este año fue de 42.8%.

La morosidad muestra una tendencia creciente en todos los Sistemas, en parte explicada por crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

La cobertura con provisiones acumuladas muestra una tendencia a reducirse, a pesar de un mayor gasto de provisión en el periodo.

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

Cartera de Crédito

El sistema financiero creció en USD 2,789 millones o 15.8%, tanto en cartera corporativa como en créditos a personas. El sistema cooperativo es el que mayor crecimiento con (22%) influenciado por el segmento de consumo que crece al 25%.

Resultados USD 412 millones.

Las utilidades del sistema financiero en 2012 se vieron reducidas en USD 78 millones o 15.9%. Los bancos y las financieras son los más afectados, con una reducción de utilidades de 20% y 11.8%, respectivamente; en contraste, las cooperativas y mutualistas mejoran sus resultados en 13% y 6.5%, respectivamente.

PERSPECTIVAS 2013

En febrero del 2013 tuvieron lugar las elecciones de Presidente y Asambleístas, que dieron un triunfo rotundo al Gobierno en los dos frentes. La mayoría obtenida en la Asamblea por parte del Gobierno es suficiente para cambiar la Constitución, si fuera requerido.

Bajo este panorama se esperaría que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios seguiría y en lo internacional no se vislumbran acuerdos de libre comercio. Se mantendría una política tributaria con mayores cargas impositivas y bajos niveles de inversión extranjera. Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2013.

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

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

SECTOR PRIVADO

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, (reformas tributarias, incrementos de salarios en mayor proporción que los incrementos en la producción, leyes antimonopolio sin considerar previamente opiniones 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 antes anotadas, el incremento de costos laborales y las deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales, lo cual limita el crecimiento potencial de las exportaciones.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es la 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.

Fuentes: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio.

Elaboración: BWR, abril, 2013.

Corte de información: diciembre 2012.