

Ecuador
Emisión Obligaciones

Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Obligaciones	AA-	NR	May/09

NR: NO REGISTRA

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA
Monto:	USD 5.000.000
Plazo:	1440 días (4 años)
Cupón de Interés:	TPR + 2 puntos porcentuales anuales, reajutable cada 90 días
Pago de Interés:	Trimestral
Modalidad Cálculo Pago:	360/360
Amortización:	Pago de Capital Trimestral
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Capital de operación 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

Contactos

Patricia Pinto
(593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

Lorena Oliva
(593 2) 254 83 93
l.oliva@bankwatchratings.com

Perfil

La Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA se constituyó en Quito en 1964, teniendo como objeto principal la comercialización y distribución de productos de madera. La empresa se abastece de producto, principalmente proveniente de empresas industriales que pertenecen al mismo grupo económico (Aglomerados Cotopaxi S.A. ACOSA, Enchapes Decorativos S.A. ENDESA y Bosques Tropicales S.A. BOTROSA). Así también cuenta con la representación exclusiva de algunas marcas internacionales.

EDIMCA tiene una red de 19 oficinas, 4 franquicias y 190 distribuidores en todo el país. Posee 7 líneas de productos principales de las cuales dos de ellas (Tableros Triplex y MDF) representan el 67% de las ventas a diciembre 2008.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Las calificaciones otorgadas son calificaciones locales que indican el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el riesgo país ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria.

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. ha decidido otorgar a la emisión propuesta por EDIMCA la calificación de **AA- (Doble A menos)**. De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, esta calificación **“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 se sustenta en los siguientes fundamentos:

EDIMCA es una empresa de larga trayectoria, líder de su mercado y con fuerte posicionamiento de marca. La plana administrativa y gerencial tiene vasta experiencia y capacidad para el manejo de la empresa.

El Grupo Económico del que se abastece es uno de los más fuertes del país, con importantes niveles de ventas, con estructuras sólidas y operativamente rentables.

La empresa ha tenido una gestión operativa que ha mostrado resultados históricos positivos y crecientes.

Se reconoce que los resultados del 2008, fueron extraordinarios en relación a los resultados históricos y se espera que en el corto y mediano plazo, éstos no se mantengan en esos mismos niveles considerando la contracción del entorno macroeconómico, es decir existiría un crecimiento en ventas mucho menor a los históricos. En todo caso se esperan resultados sostenidos y atractivos para los inversionistas.

La calificación incorpora la capacidad de la empresa para generar flujos positivos inclusive en escenarios de mayor estrés, es decir, considerando que no tendrá crecimiento en ventas, pero manteniendo los mismos márgenes brutos y operativos, y el control sobre gastos que ha tenido históricamente.

FECHA COMITE: Mayo/15/ 2009

FECHA ALCANCE: Agosto/14/2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo, 2009

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 empresa ha mostrado históricamente descalce de plazos entre activos y pasivos en vista de que ha financiado activos de largo plazo con pasivos de corto plazo, por lo tanto la deuda ha tenido que ser constantemente refinanciada ya que los flujos generados no han sido suficientes para cubrir el total de la deuda de corto plazo. Estimamos que la emisión del caso, que servirá en su mayor parte para reestructurar pasivos de corto a largo plazo, contribuirá a un mejor calce de plazos. Esto se demuestra en los indicadores proyectados analizados, que muestran que los flujos luego de las variaciones en el capital de trabajo, cubrirían el total de la deuda de corto plazo. Por otro lado, se ha analizado el riesgo de refinanciamiento, en un ambiente financiero de liquidez limitada, en el que el sistema financiero será muy selectivo en el otorgamiento de su crédito. En este sentido, y en caso de que la empresa requiera refinanciar parte de sus pasivos, consideramos que EDIMCA representa un riesgo atractivo tanto por sus propias fortalezas como por la capacidad de sus accionistas para respaldar las operaciones.

La empresa presenta históricamente un indicador de apalancamiento alto en relación a otras empresas del área comercial y emisores del mercado de valores, principalmente debido a la utilización de recursos de corto plazo para financiar activos de largo plazo. Sin embargo, este indicador muestra una tendencia decreciente en los últimos períodos. Para la presente emisión, se han establecido resguardos adicionales que implican que la empresa se compromete a mantener los índices de apalancamiento y endeudamiento financiero descritos al final de este informe. Además, la calificación ha considerado la fortaleza que la empresa presenta al tener un ciclo de negocio corto y recibir permanentemente financiamiento de sus proveedores, que son empresas del mismo grupo económico.

El Comité de Calificación celebrado el 15 de mayo de 2009 otorgó la calificación de AA- (Doble A menos) a la emisión de obligaciones de Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA. Con fecha 14 de agosto 2009, el Comité de Calificación ratificó dicha calificación luego de conocer que la tasa de interés de la emisión, la cual será ofertada en el mercado de valores según el Prospecto de Oferta Pública y la escritura del contrato de la emisión, será la Tasa Pasiva Referencial publicada por el Banco Central del Ecuador más dos puntos porcentuales, reajutable cada noventa días.

■ ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- Experiencia de más de 40 años en el mercado.
- Posicionamiento y reconocimiento de la marca.
- Capacidad y experiencia de la administración.
- Integración vertical.
- Red de distribución a nivel nacional.
- Distribución exclusiva de los productos de sus relacionadas.
- Gestión operativa históricamente rentable.
- Continuos incrementos de capital por reinversión de utilidades.

OPORTUNIDADES

- Pocos participantes en la oferta del mercado.
- Importantes barreras de entrada sobre todo por el aprovisionamiento de materia prima.
- Posible incremento del crédito hipotecario por convenio entre IESS y sistema financiero nacional.
- Déficit de vivienda.
- Contracción del mercado de madera dura.

DEBILIDADES

- Estructura de endeudamiento de corto plazo, que ha financiado inversiones de largo plazo, presión en índices de liquidez.
- El 22% del Activo Total se concentra en inversiones de compañías relacionadas.

AMENAZAS

- Contracción del mercado inmobiliario y sector de la construcción.
- Disminución en la colocación de cartera de vivienda por parte del sistema financiero nacional.
- Menor liquidez en el mercado comparativamente a períodos anteriores.
- Recorte de líneas de crédito al sector corporativo.
- Riesgo sistémico por cambios en la política económica.
- Acciones de grupos ecologistas en contra de la explotación maderera.

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

El 30 de marzo de 2009 se realizó la Junta General Ordinaria de Accionistas de la Empresa Durini Industria de Madera Compañía Anónima EDIMCA, donde se resolvió repartir USD 1 MM por concepto de dividendos para accionistas, equivalente al 46,1% de la utilidad neta luego de participación a trabajadores e impuesto a la renta.

Además, la Junta resolvió realizar un aumento de capital por un monto de USD 1.4 MM proveniente de la reinversión de la utilidad neta del ejercicio 2008 por USD 1.15 MM, y USD 250 M que corresponden a utilidades retenidas de ejercicios anteriores.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por las siguientes firmas: BDO Stern Cía. Ltda. para el año 2006, Hansen Holm & Co. Cía. Ltda. para el año 2007 y Deloitte & Touche para el año 2008, e interinos al mes de marzo 2009, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones.

■ DESCRIPCION DEL EMISOR

La compañía Empresa Durini Industria de Madera Compañía Anónima EDIMCA se constituyó en Quito en 1964, teniendo como objeto principal según su último estatuto aprobado, la forestación y reforestación, la



utilización de recursos forestales, su industrialización en todas sus formas y la producción, industrialización, comercialización en los mercados nacional e internacional, importación y exportación de todo producto de uso y consumo humano.

La empresa se abastece en su mayoría de los productos producidos por compañías pertenecientes al mismo grupo económico: Aglomerados Cotopaxi S.A. ACOSA, Enchapes Decorativos S.A. ENDESA y Bosques Tropicales S.A. BOTROSA. Las 3 empresas proveen el 87% de los productos que EDIMCA distribuye en todo el país.

EDIMCA es una empresa que nació de la fusión de otras compañías que se dedicaban a la fabricación de pisos de madera desde la década de los años 30. A partir de su constitución es una empresa que se dedica netamente a la comercialización de productos de madera y derivados.

Sus principales líneas de negocio son: la comercialización de tableros de madera aglomerada, de fibra y madera contrachapada, con las cuales tiene un 48% de participación del mercado. Además tiene la representación de algunas marcas internacionales en productos importados como láminas, cerraduras, barras de seguridad, entre otros. Su cartera de clientes es de alrededor de 40.000 clientes.

La empresa tiene 19 oficinas distribuidas en las ciudades de Quito, Guayaquil, Cuenca, Loja, Ibarra, Ambato, Machala, Portoviejo y Santo Domingo, siendo las principales Quito y Guayaquil. Cuenta también con una red de 190 distribuidores de menor tamaño y 4 franquicias que le permiten cubrir todo el territorio nacional.

En el año 2006 entró en funcionamiento un nuevo punto de venta de EDIMCA en la ciudad de Quito donde también funcionan las oficinas principales y que es considerado como una unidad de negocio con una importante proyección de ventas. Esta inversión se realizó con el objetivo de aumentar las ventas al contado, aumentar la participación de líneas diferentes a los tableros y establecer un formato de almacén que permita generar fidelidad del cliente. Una de las estrategias de posicionamiento utilizadas fue la entrega de una tarjeta de descuento y membresía a los socios de la Cámara de la Construcción de Quito.

■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA así como las tres empresas mencionadas productoras y fabricantes de productos de madera son parte de un grupo económico con amplia experiencia en el sector de la madera desde su explotación, transformación y comercialización. También es parte del grupo la Fundación Juan Manuel Durini creada en 1978 con el objetivo de desarrollar programas para la conservación forestal.

Las empresas se encuentran constituidas en Ecuador desde la década del 60 y han permanecido en el tiempo con importantes crecimientos en ventas y en tamaño de activos, siendo uno de los grupos económicos más fuertes de la zona Sierra del país. Si bien todas las

empresas se encuentran vinculadas por propiedad, no tienen vinculación por administración. No tienen una política escrita inter compañías sin embargo los manejos son independientes, no existen garantías ni cuentas acreedoras o deudoras no comerciales que sean representativas entre las empresas.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

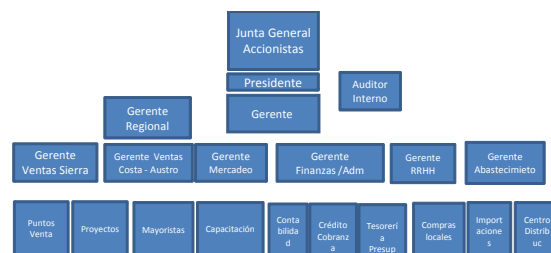
Son 3 empresas las que aparecen como principales accionistas con más del 10% de participación y que en conjunto poseen el 67,8% del capital de EDIMCA. ADINSA es una sociedad administradora de inversiones constituida en Ecuador, las otras dos empresas se encuentran domiciliadas en el exterior cuya actividad es la tenencia de acciones.

Nombre	Tipo Persona	Monto	%
SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE INVERSIONES SA ADINSA	JURIDICA	1,896,828.00	37.94
LEDEX HOLDINGS INC.	JURIDICA	803,437.00	16.07
ANISTON BUSINESS CORP	JURIDICA	690,874.00	13.82

Son cuatro grupos familiares los que manejan mayoritariamente la compañía, dos de ellos concentran el 80% de la participación total.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

La estructura organizacional principal de la empresa es la siguiente:



La empresa cuenta con 335 empleados distribuidos de la siguiente manera:

Personal	Número
Gerencial	7
Administrativo	54
Ventas	274
Total	335

La compañía se encuentra gobernada por la Junta General de Socios y administrada por el Presidente y el Gerente General. La representación legal de la compañía corresponde al Gerente General. La Junta General de Socios está compuesta por los siguientes miembros del Directorio:

Lucía Arteta De Roca	Presidente
Jorge Roca	Director
Manuel Durini	Director
José María Gangotena	Director
María Gabriela Gangotena	Director
Irene Arteta	Director
Margarita Durini	Director
María Durini	Director
Rafael Terán	Director



La plana Gerencial, quienes son nombrados por la Junta General de Socios y por la Gerencia General, se compone de:

Martín Dassum Carrera	Gerente General
Jorge Muñoz Román	Auditor Interno
Martín Aguirre Martínez	Gerente Regional
	Costa-Austro
Ramiro Vaca Cevallos	Gerente de Finanzas
María Paulina Ron Cabrera	Gerente Ventas Sierra
Alberto Ruiz	Gerente Ventas Costa
Carlos Cattani	Gerente de Sistemas
Fernando Barrionuevo	Gerente de Abastecimiento

La empresa está organizada regionalmente. En la parte comercial tiene dos gerencias principales una para la zona Sierra y una para la zona Costa-Austro. Las gerencias de las áreas de Mercadeo y la Administración Financiera se encuentran centralizadas en la oficina matriz en Quito. En cada administración zonal hay un gerente de ventas que coordina y supervisa a las sucursales que han sido designadas geográficamente. La fuerza de ventas consta de 274 vendedores a nivel nacional, distribuidos por igual en la zona sierra y costa-austro.

EDIMCA no tiene un Comité de Empresa y no ha experimentado problemas laborales. En el 2007 se reformó la ley de tercerización, por lo que la empresa realizó reestructuraciones internas para cumplir las disposiciones legales respectivas.

RIESGO SECTORIAL

El sector de producción y fabricación de productos de madera en el Ecuador aporta con USD 315 millones anuales al Producto Interno Bruto lo que representa un 1% del PIB total. Según las previsiones del Banco Central se espera un crecimiento del sector del 3% en el 2009.

Al sector maderero se lo puede dividir en tres segmentos principales: la industria de transformación primaria, la industria de transformación secundaria y el segmento artesanal.

Dentro de la transformación primaria se encuentran las empresas que explotan la madera para utilizarla en la producción de tableros contrachapados, aglomerados y de fibra; madera aserrada y pulpa de papel. La transformación secundaria se refiere a la industria dedicada a la fabricación de muebles de madera de cualquier tipo y a productos dirigidos al sector de la construcción.

El segmento de la industria dedicado a la producción de tableros es el más avanzado tecnológicamente. Es un mercado en el que la mayoría de empresas participantes han procurado la inversión en plantas de alta tecnología haciendo de los procesos de producción más eficientes.

En el caso de tableros contrachapados existen 5 plantas en el país: Endesa, Botrosa, Plywood Ecuatoriana,

Codesa y Arboriente, las cuales se abastecen de materia prima propia y de terceros.

EMPRESA	CAPACIDAD DE PRODUCCIÓN (en m3/Año)
BOTROSA	36,000
ENDESA	36,000
CODESA	20,000
PLYWOOD ECUATORIANA	20,000
ARBORIENTE	7,000
TOTAL	119,000

El 63% de la producción nacional de tableros contrachapados se exporta a varios países, principalmente Estados Unidos y México. El 37% que abastece a la industria local es utilizado básicamente para la fabricación de muebles, puertas, pisos y para la construcción.

En cuanto a tableros aglomerados son dos plantas industriales las que los producen: Acosa (Aglomerados Cotopaxi S.A.) y Novopan, las mismas que se proveen de materia prima proveniente de plantaciones propias y de terceros por lo que a lo largo de los años han procurado generar un patrimonio forestal que les permita el desarrollo sustentable. Acosa posee 16.000 has. de plantaciones propias de las cuales 12.000 has. (75%) son utilizadas para la explotación maderera y el restante 25% es utilizado para la conservación de ecosistemas. Acosa posee la única planta que produce tableros de fibra.

El 22% de la producción del sector de tableros aglomerados y de fibra en el Ecuador es exportado. El 78% abastece al mercado local, especialmente en la fabricación de muebles.

El sub sector de la comercialización está constituido básicamente por 3 empresas que son los canales de distribución de los productos a través de locales propios y bodegas, franquicias y un portafolio de distribuidores en todo el país.

Existe un riesgo inherente a la explotación de la madera que se refiere a la continua oposición de grupos ecologistas y de comunidades que están en contra de la explotación maderera. El Gobierno se encuentra actualmente promoviendo varios planes de control y conservación forestal con incentivos a las comunidades que viven en áreas donde exista bosque primario y que tengan peligro de deforestación, para que sean conservadas.

En relación al mercado, el sector atraviesa un riesgo de contracción de la demanda en el corto plazo debido a una disminución general de la liquidez de los agentes económicos internos y externos y a la restricción en el crédito hipotecario por parte del sistema financiero nacional e internacional.

De acuerdo a la información de la Superintendencia de Bancos, la colocación de cartera de vivienda en todo el sistema financiero creció en promedio 18% en los últimos 3 años. El primer trimestre del 2009 la



colocación de cartera de este sector es un 37% menor a lo entregado por el sistema en el mismo período 2008.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

La empresa es la comercializadora de los productos del Grupo en el mercado local.

EDIMCA maneja 7 líneas de productos relacionados con madera de los cuales 3 concentran el 87% de las ventas totales y corresponden a diferentes tipos de tableros.

Con las otras cuatro líneas de negocio han procurado ganar mayor mercado y participación, sin embargo hasta marzo del 2009 los volúmenes de ventas de estos productos siguen siendo minoritarios en relación al total de ventas. Sin embargo, las estrategias implementadas con respecto a herrajes y cerraduras, que son productos que tienen mayores márgenes, han permitido incrementar el volumen de ventas y de esta forma aumentar el margen bruto general de la compañía. La distribución de ventas de la compañía por tipo de cliente se muestra en el siguiente cuadro:



En su mayoría, el mercado al que se dirige la empresa es el sector dedicado a la transformación de muebles, sea con procesos industriales o artesanales, y en un menor porcentaje atiende al sector de la construcción.

En los tres mercados EDIMCA tiene una participación mayor al 40% y es la que fija los precios en el mercado.

Participación de productos en el mercado	
Línea de negocio	% Participación
Triplex	49
MDF	46
Formalite	46
Aglomerado	39
Maderas Varias	15
Cerraduras	3.6
Herrajes	3.4
Otros	0.1

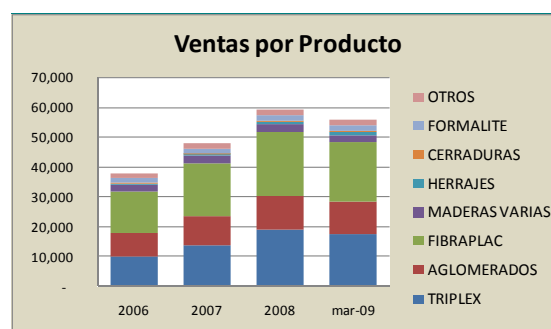
Los canales de distribución de Novopan, los Novocentros, son el competidor directo de EDIMCA. Novopan es una compañía propiedad del Grupo Alvarez Barba, la cual es industrial. Está integrada horizontalmente cubriendo la distribución a través de Novocentros. Novopan inauguró en el año 2007 una planta industrial de última tecnología para fabricar tableros de partículas, que de acuerdo a información de la empresa, provocó un equilibrio entre oferta y demanda,

pues antes de su entrada la demanda no llegaba a ser cubierta en su totalidad.

GESTION OPERATIVA

Las ventas netas al cierre del 2008 ascendieron a USD 59.315.936. La empresa presenta una tasa de crecimiento de 21%, en promedio anual en el período 2005-2008, siendo el año 2007 el de mayor crecimiento (27,1%). Mientras que al cierre del mes de marzo 2009 las ventas netas fueron de USD 13.985 M, y al anualizarlas presentan una tasa de crecimiento de -5,7% en relación al año 2008, en este indicador no se han considerado factores estacionales. Sin embargo, las ventas del primer trimestre 2009 muestran un crecimiento de 5.9% en relación al mismo período 2008.

Las importantes tasas de crecimiento de EDIMCA de los últimos 3 años responden a una etapa general de crecimiento del sector inmobiliario y de la construcción. Además, las estrategias de ventas, la inclusión de nuevos puntos de venta y el incremento de precios de los insumos de la construcción fueron otros factores que beneficiaron a la gestión de la empresa..



*Ventas anualizadas a marzo 2009.

Es importante mencionar que los tres productos principales presentan un crecimiento promedio en unidades del 15% y un incremento promedio en precios del 10% en los períodos analizados, siendo el Tablero Triplex el producto que mayor crecimiento presenta de los tres. Las otras líneas de negocio, en especial herrajes y cerraduras, muestran un crecimiento más acelerado en el 2007 y 2008 tanto en volúmenes como en precios, impulsado por el incremento en los precios internacionales del hierro y el acero que se produjo durante el primer semestre del 2008.

La empresa presenta un margen bruto histórico constante en torno al 19% y creciente en los últimos dos años. Esto, debido a que incrementaron los volúmenes de ventas de unidades de negocio con mayor margen de ventas.

El peso del gasto administrativo y de comercialización sobre ventas se ha mantenido cerca al 14%, lo cual es aceptable comparativamente a otras empresas del área comercial en el país. Durante el 2008 hubo una importante reducción del gasto lo que influyó en la mejora de la rentabilidad. La empresa proyecta mantener una relación de gasto operativo sobre ventas de 14%, en



base a las políticas de control implementadas a lo largo de los años.

El peso del gasto financiero ha disminuido paulatinamente. A marzo 2009 el gasto financiero asciende a USD 79 M, constituyendo el 0.56% de las ventas netas, mientras que este indicador a diciembre 2008 representaba el 1.2% y al cierre del 2006 era de 1.64%. La disminución de este rubro se debe a la disminución del financiamiento a través de bancos locales que fue sustituido por un crédito externo que devenga intereses a una tasa menor a la del sistema financiero nacional.

Se debe mencionar que la empresa presenta un monto importante en el rubro de Ingresos no operacionales, el cual en su mayor parte corresponde a revalorizaciones de las acciones que posee en otras empresas. No mantiene egresos no operacionales representativos.

El resultado antes de participación a empleados e impuestos en el 2008 alcanzó USD 3.422M, mientras que al cierre del mes de marzo 2009 la utilidad fue de USD 652 M. La empresa presenta un comportamiento irregular en el margen neto en los períodos analizados. En el año 2008 tuvieron el mayor indicador de rentabilidad neta sobre ventas de los últimos 4 años, el cual se ubicó en 4,06%.

Las proyecciones presentadas por el emisor estiman un crecimiento promedio anual del 8% en ventas para cada uno de los siguientes 4 períodos, manteniendo el mismo nivel de margen bruto del año 2008 y la misma relación de gasto administrativo y de comercialización sobre ventas. Dentro de las sensibilidades realizadas para el análisis de la calificación se proyectaron escenarios con crecimiento de 3% y 0% en las ventas, los cuales reflejaron que la empresa aún en esas condiciones generaría resultados atractivos para los inversionistas.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Al cierre del primer trimestre 2009, los activos totales de EDIMCA ascendieron a USD 23.012M de los cuales inventarios (30%), cuentas por cobrar (29%), inversiones en acciones de relacionadas (22%) y propiedades (7%) son los más representativos. Es importante mencionar que el peso de los activos fijos (propiedades) en el balance no es significativo debido a que los principales terrenos y edificios están a nombre de empresas del Grupo creadas con fines inmobiliarios.

La cartera de clientes de EDIMCA es altamente diversificada, constituida por alrededor de 40 mil clientes en todo el país. Los 25 mayores clientes concentran el 40% de la cartera total. El promedio de días por cobrar en los últimos 3 años ha sido de 43 días. La morosidad de la cartera comercial es baja debido a los varios controles apoyados en la estadística generada para recuperación de cartera.

A marzo 2009 el Inventario de la empresa está constituido por tableros que son los productos que más rápido rotan: Triplex 20 días, Aglomerados 30 días, y Fibra 20 días. Mientras que los otros productos como

Herrajes y Cerraduras presentan días promedio de rotación de 160 días.

De acuerdo al informe de auditoría a diciembre 2008 el monto de inversiones en acciones de compañías relacionadas y no relacionadas ascendió a USD 5.166 M, del cual el 66% corresponde al paquete accionario de Aglomerados Cotopaxi S.A. ACOSA (USD 3.435 M saldo contable) y un 27% a inversiones en Actitrans S.A., empresa inmobiliaria. EDIMCA es propietaria del 14.35% de acciones de ACOSA y 99.99% de Actitrans.

Los activos diferidos están constituidos principalmente por gastos de adecuaciones y construcciones en proceso, donde consta la inversión del nuevo punto de venta en Quito.

A marzo 2009, el activo se encuentra financiado en 37% por patrimonio y 63% por pasivo. Del pasivo total un 23% corresponde al financiamiento con crédito del exterior, lo cual podría representar un eventual riesgo de tipo de cambio ante posibles cambios en la política monetaria que permitan la introducción de una nueva moneda local diferente al dólar.

ENDEUDAMIENTO

EDIMCA, al ser una empresa comercial, tiene una estructura de endeudamiento que en su mayor parte es constituida por el financiamiento a través de proveedores, el cual, a marzo 2009 representó el 51% del pasivo total. La empresa en su mayoría se ha estado apalancando por medio de proveedores y en un menor porcentaje por deuda financiera. Desde el año 2006 han ido reemplazando paulatinamente la deuda con bancos locales por un crédito externo a través del EFG Bank, que es un crédito revolving a 13 meses. Como se mencionó anteriormente, este crédito le ha permitido ir reduciendo el gasto financiero por haber sido concedido a mejores tasas que en el mercado financiero local. El índice de apalancamiento (pasivo total / patrimonio tangible) se ha reducido de 3.19:1 en el 2006 hasta 1.95:1 en marzo 2009. Se esperaría que el endeudamiento total máximo en el mediano y corto plazo sea de 2.5:1.

El 96% del pasivo de la empresa es pasivo corriente, y se ubicó en USD 13.934 M a marzo 2009. De este monto, el 53% (USD 7.379M) corresponde a proveedores comerciales que son parte del mismo grupo económico, y el 31% (USD 4.309M) a obligaciones financieras de corto plazo (21%) y a la deuda financiera con el EFG Bank (79%).

La emisión propuesta cambiaría la estructura de deuda contribuyendo a un mejor calce de plazos entre activos y pasivos. Así, la deuda de largo plazo representaría el 20% del pasivo total. Esta deuda de largo plazo sería al mercado de valores en 100%. La deuda de corto plazo que representaría el 76% se concentraría en un 65% en proveedores.

La empresa maneja una política de proveedores entre 45 y 60 días promedio con sus empresas relacionadas. En cuanto a productos importados y otros que no provienen de relacionadas se maneja con 30 a 35 días promedio.



La deuda financiera neta respecto del EBITDA a marzo 2009 es 1.1 veces mientras que al cierre del 2006 este indicador ascendió a 2.65 veces, reflejando que la empresa ha ido disminuyendo su dependencia de la deuda financiera frente a mayores resultados generados por la operación.

El patrimonio de EDIMCA en marzo de 2009 asciende a USD 8.528M. El capital social representa el 60% del patrimonio y ha crecido sostenidamente en los últimos años. Así, en el 2004 llegaba a USD 3.000M, mientras que a marzo 2009 alcanzó USD 5.000M. Además en este año fue aprobado un incremento de capital por USD 1.400 M que será perfeccionado durante el 2009.

El incremento patrimonial responde a las utilidades obtenidas que se han reinvertido en la empresa en una importante proporción. No existe una política de dividendos, la repartición de los mismos no ha sido mayor al 30% de la utilidad en los períodos analizados. Sin embargo, en el 2008, a más del 22% de la utilidad neta del 2007, se repartió el 100% del ajuste del valor patrimonial proporcional que pasó directamente al patrimonio. Adicionalmente, como se dijo anteriormente, de la utilidad del 2008 se repartirá el 46% y según las proyecciones en el futuro se repartirá alrededor del 35%.

En la escritura pública del contrato de la emisión de obligaciones propuesta, se definen resguardos adicionales a los de ley que se describen más adelante, los cuales delimitarán las decisiones en cuanto al reparto de dividendos en función de la generación de resultados y los requerimientos patrimoniales.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

La empresa ha mantenido históricamente niveles bajos de liquidez, pese a tener un ciclo de negocio de corto plazo, esto debido a que recursos de corto plazo han sido utilizados para financiar CAPEX e inversiones en acciones que representan también activos fijos. Entre dic-06 y dic-08, la empresa genera flujo de caja operativo (CFO) positivo, es decir que cubre las necesidades de capital de trabajo sin necesidad de financiamiento de terceros; adicionalmente en el 2008, reduce el pasivo financiero, paga dividendos del 2007, los ajustes del VPP de sus inversiones y aumenta la caja. A marzo 2009 el flujo de caja operativo fue negativo principalmente por un pago importante a proveedores, esta necesidad de capital de trabajo fue financiado por instituciones del sistema financiero nacional y la reducción de la caja.

La generación de flujos operativos de la empresa ha sido históricamente sólida y en el año 2008 superó los montos promedio alcanzados en períodos anteriores. Si bien en el último año se evidencian mejores indicadores de liquidez, el flujo de caja no alcanza a cubrir la deuda de corto plazo la cual en parte tiene que ser refinanciada. A marzo 2009, la generación operativa de la empresa alcanza a cubrir los gastos financieros pero el total de la deuda de corto plazo debe ser refinanciada.

La empresa busca una nueva estructura de deuda planteada a través de la reestructuración de pasivos

financieros de corto plazo con una emisión de obligaciones de USD 5.000M de los cuales USD 3.000 serían utilizados para sustitución y reestructuración de pasivos y los restantes USD 2.000M serán invertidos en adecuación y ampliación de locales y bodegas.

De acuerdo a las proyecciones estresadas, inclusive con cero crecimiento en ventas la empresa generaría flujos positivos para cubrir la deuda de corto plazo al menos en parte. Las necesidades de refinanciamiento pudieran ser absorbidas por el sistema financiero y/o el mercado de valores en virtud de las fortalezas de la empresa y la capacidad de respaldo de los accionistas.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

La emisión de obligaciones tiene garantía general, por tanto están garantizadas con los activos de la empresa.

ACTIVOS	Activos Mar-2009	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	317		317		317
Cuentas por Cobrar	6,841		6,841		6,841
Inversiones Temporales	115		115		115
Inventarios	6,799		6,799		6,799
Impuestos Anticipados	1,044		1,044		1,044
Pagos Anticipados	106		106		106
Propiedades	1,638		1,638		1,638
Construcciones en Curso			0		0
Inversiones Permanentes	5,166	1,401	3,765		3,765
Activo Diferido	943		943	943	0
Activo Intangible	43		43	43	0
ACTIVO TOTAL	23,012	1,401	21,611	986	20,625
Monto de la Emisión	5,000				

Garantía / Emisión 4.13 veces

Según la regulación vigente: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Para este efecto no se consideran los activos diferidos. Para el cálculo de la proporción antedicha deberán considerarse el monto no redimido de cada emisión de obligaciones. La relación porcentual determinada en los incisos anteriores deberá mantenerse hasta la total redención de las correspondientes obligaciones”.

A marzo 2009 los activos totales de la empresa suman USD 23.012 M. De este valor, USD 1.400 M corresponde a Inversiones en acciones en la compañía Actitrans, cuya propiedad es 99,99% de EDIMCA. Actitrans posee una hipoteca abierta de un terreno a favor del Banco Pichincha C.A. la cual garantiza un crédito otorgado a EDIMCA. Los activos intangibles y/o diferidos suman USD 986 M, que representan gastos anticipados, lo que arrojaría un valor de USD 20.625 M en activo libre para garantía general de la emisión de obligaciones. La emisión propuesta es de USD 5.000 M, con lo cual existiría una cobertura de 4.13 veces.

RESGUARDOS

De acuerdo a la escritura pública de la emisión de obligaciones, la compañía ha establecido para esta



emisión los resguardos de ley. Adicionalmente, EDIMCA estableció los siguientes resguardos:

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

Para el cálculo de este índice se considerará en el numerador todos los pasivos más garantías solidarias otorgadas por EDIMCA a terceros, y en el denominador el patrimonio, 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 el patrimonio, 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.

Este compromiso, consta expresamente dentro de la escritura pública del Contrato de Emisión de Obligaciones, así como también en el Prospecto de Oferta Pública.

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

La emisión de obligaciones propuesta, es la primera experiencia de la empresa en el mercado de valores.

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-06	dic-07	dic-08	mar-09
RESULTADOS				
Ventas	37,687	47,897	59,316	13,985
% crecimiento	17.6%	27.1%	23.8%	-5.7%
MARGEN BRUTO (%)	18%	18%	19%	20%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,429	2,048	3,679	885
MARGEN EBITDA (%)	3.8%	4.3%	6.2%	6.3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,429	2,048	3,679	885
MARGEN EBITDAR (%)	3.8%	4.3%	6.2%	6.3%
Cuota leasing del período	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operat	612	431	719	166
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	816	1,617	2,960	719
Gasto Financiero del período	-618	-760	-713	-79
Impuestos a la renta	-81	-257	-588	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	14.3%	17.4%	18.4%	8.0%
UTILIDAD NETA	671	877	2,410	652
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	16.0%	16.5%	35.6%	31.8%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	4.4%	4.8%	11.7%	11.5%
FLUJO DE CAJA				
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	894	1,265	2,510	818
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-105	218	-770	-1,665
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	789	1,483	1,740	-847
Inversión en Activos Fijos	-444	-596	-364	-88
Otras Inversiones, Neto	-418	-290	-256	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-74	597	1,120	-935
Variación Neta de Deuda Financiera	639	-506	-491	673
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	-240
Pago de Dividendos	-180	-200	-470	0
Otros Financiamientos, Neto	0	0	0	-91
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	385	-109	159	-593
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH				
EBITDA OPERATIVO	1,429	2,048	3,679	885
(-) Gasto Financiero del período	-618	-760	-713	-79
(-) Impuesto a la renta del período	-81	-257	-588	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	730	1,031	2,378	806
(-) Variación Capital de Trabajo	-105	218	-770	-1,665
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	625	1,249	1,608	-859
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	553	277	157	12
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-180	-200	-470	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-444	-596	-364	-88
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	553	730	931	-935
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	1.94%	2.15%	4.01%	5.76%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	1,429	2,048	3,679	885
BALANCE				
Caja e Inversiones Corrientes	845	737	896	432
Activos Totales	17,540	18,806	22,361	23,014
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	4,370	4,077	3,636	4,309
Pasivo financiero Largo Plazo	263	50	0	0
Financiamiento Leasing	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	4,633	4,127	3,636	4,309
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	4,985	5,661	7,876	8,528
Capitalización ****	9,618	9,788	11,512	12,837
Pasivos contingente	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	0
Activos Diferidos	968	1,121	1,029	942
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	16,572	17,684	21,331	22,072
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	0
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)				
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13,258	14,147	17,065	17,658

(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.



EMPRESA: EDIMCA

(Miles de USD)

	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09
INDICADORES FINANCIEROS				
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2,31	2,69	5,16	11,20
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1,59	1,91	4,65	10,09
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	2,31	2,69	5,16	11,20
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	3,24	2,02	0,99	1,22
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	2,65	1,66	0,74	1,10
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	6,35	4,00	1,53	1,34
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	12%	18%	26%	-87%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	48,2%	42,2%	31,6%	33,6%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	51%	79%	76%	74%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	37%	31%	25%	30%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	2,52	2,32	1,84	1,70
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	3,19	2,93	2,13	1,95
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	2,52	2,32	1,84	1,70
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	1,11	0,91	0,53	0,58

LIQUIDEZ

Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	94,3%	98,8%	100,0%	100,0%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	19,3%	18,1%	24,6%	10,0%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	218,2%	235,7%	433,6%	1120,3%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	201,2%	264,4%	325,5%	-987,3%
FFO / cargos fijos (intereses período+cuota leasing)	218,2%	235,7%	433,6%	1120,3%
CFO / cargos fijos	201,2%	264,4%	325,5%	-987,3%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,17	0,25	0,65	0,75
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,14	0,31	0,44	-0,80
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0,14			
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0,12			
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0,33	0,50	1,01	0,82
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x)	0,38	0,62	1,26	0,89
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	0,25	2,69	5,16	11,20
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,13	0,18	0,26	-0,87
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0,21			

OTROS INDICES

Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	-640	-692	477	1.208
Liquidez Ácida (x)	0,54	0,58	0,59	0,60
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0,47	0,49	0,52	0,51
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0,89	0,90	0,99	1,04
Patrimonio / Activo Total (x)	0,27	0,29	0,34	0,37
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	8	9	9	8
Días de cuentas por cobrar	46	42	41	44
Rotación de inventarios (x)	6	9	8	7
Días de inventarios	56	42	46	54
Rotación de cuentas por pagar (x)	4	5	6	6
Días de cuentas por pagar	82	69	65	59
Rotación Capital de Trabajo	-48	-57	101	37
Días de Capital de Trabajo	-8	-6	4	10
Días de Ciclo de Operación	-28	-21	-18	-30

(x) Índice expresado en número de veces