



Ecuador
Emisión Obligaciones

Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Última Revisión
Emisión de Obligaciones	AA-	AA-	Nov/09

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 4.550.000
Monto por colocarse:	USD 450.000
Plazo:	1440 días (4 años)
Próximo vencimiento:	2-dic-09
Vencimiento Final:	13-ago-13
Cupón de Interés:	TPR* + 2 puntos porcentuales anuales, reajutable cada 90 días
Rendimiento promedio:	8,75%
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 Banco de la Producción S.A.
Agente Pagador:	Produbanco
Representante Obligacionista	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.

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 mantener la calificación de **AA- (Doble A menos)** a la emisión de obligaciones de EDIMCA C.A. 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 decisión del Comité se sustenta en los siguientes fundamentos:

EDIMCA es una empresa comercial de larga trayectoria en el país, la cual ha mantenido resultados operativos y netos importantes y crecientes en este año, pese a que ha sido un período de desaceleración general de la economía.

Si bien ha disminuido el ritmo de crecimiento de ventas, la aplicación de controles en el gasto administrativo hizo que la compañía muestre mejores márgenes operativos, y sus resultados no se vean afectados. Considerando los ingresos por VPP de sus inversiones en empresas del mismo Grupo Económico, se puede prever que la empresa alcanzará una utilidad similar a la del 2008, siendo el año anterior el mejor año histórico de resultados.

Es importante mencionar que EDIMCA es una empresa que maneja un ciclo corto de negocio, pese a ello históricamente mantuvo una estructura de alto apalancamiento pues financiaban activos de largo plazo con recursos de corto plazo. La emisión de obligaciones que salió al mercado de valores en el tercer trimestre 2009, y fue vendida casi en su totalidad, ha permitido a la empresa reestructurar sus pasivos, disminuir el costo financiero obteniendo un financiamiento de largo plazo.

De esta forma se puede observar en el balance analizado a sep-09, que la sustitución del pasivo que la compañía mantenía en el exterior, les ha permitido eliminar un

FECHA COMITE: Noviembre/30/ 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre, 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.



potencial riesgo de tipo de cambio, trasladando su endeudamiento a deuda local.

Además, el emisor se comprometió a mantener resguardos adicionales en cuanto a su nivel de endeudamiento total y financiero, los cuales al mes de septiembre 2009 se cumplen satisfactoriamente.

Los niveles de liquidez son otro aspecto donde se refleja un impacto positivo de la emisión de obligaciones. A sep-09 la empresa tiene liquidez suficiente para cubrir con sus flujos operativos toda la deuda de corto plazo.

El objetivo de la emisión de obligaciones se ha ido cumpliendo de manera que los índices de apalancamiento disminuyeron y se proyecta se mantendrán en niveles similares a los actuales. Además, la empresa realizó un incremento de capital en el mes de julio 2009, reflejo del interés de los accionistas por continuar fortaleciendo patrimonialmente a la Compañía.

En general, la empresa muestra mejores indicadores al finalizar el tercer trimestre 2009. De evidenciarse una tendencia estable en el fortalecimiento financiero, especialmente en cuanto a niveles de endeudamiento y liquidez, la calificación podría tomar una perspectiva positiva.

■ 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

- Disminución en el ritmo de crecimiento de ventas durante el 2009.
- Concentración de volumen de ventas en pocas líneas de negocio.

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

En marzo 2009, la Junta General Ordinaria de Accionistas de la Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA, 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 del año 2008. El 35% de dividendo en efectivo se pagó al finalizar el semestre anterior.

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 de utilidades retenidas de ejercicios anteriores. El aumento de capital fue inscrito en el Registro Mercantil con fecha 6 de julio del 2009.

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 septiembre 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, actualmente es una empresa comercializadora de productos de madera y derivados.

Sus principales líneas de negocio son: 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 el manejo es independiente. No existen garantías ni cuentas acreedoras o deudoras no comerciales, que sean representativas entre las empresas relacionadas.

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.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

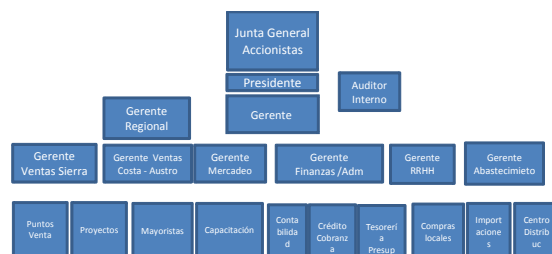
al 30 Septiembre 2009

Nombre	Tipo Persona	Monto en USD	% Participación
SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE INVERSIONES S.A. ADINSA	JURÍDICA	2.427.940	37,94%
LEDEX HOLDINGS INC.	JURÍDICA	1.028.399	16,07%
ANISTON BUSINESS CORP.	JURÍDICA	884.319	13,82%
TOTAL		4.340.658	67,82%
TOTAL CAPITAL PAGADO		6.400.000	

El capital social está distribuido en 69 accionistas, son cuatro grupos familiares los que manejan mayoritariamente la compañía, dos de ellos concentran el 80% de la participación total. Después del incremento de capital por USD 1.4 MM realizado en julio 2009 no se registran cambios en la participación de los accionistas mayoritarios, manteniendo la estructura observada en el análisis anterior.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

La estructura organizacional principal de la empresa es la siguiente:



Al 30 de septiembre 2009, la empresa registra un ligero incremento en el número de empleados, los cuales se distribuyen de la siguiente manera:

Personal	Número
Gerencial	8
Administrativo	52
Ventas	284
Total	344

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 284 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.

RIESGO SECTORIAL

Al sector maderero en el Ecuador 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.

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 tiene 30 años en el mercado, su producción anual es de alrededor de 130.000 metros cúbicos. Cuenta con un patrimonio forestal de 14.000 hectáreas, de las cuales 11.000 están plantadas con pino radiata y pátula y el 20% restante está destinada a la conservación de áreas protegidas. 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 distribuidores independientes en todo el país.

Hasta el año 2008 el sector de producción de madera y fabricación de productos de madera tenía un crecimiento promedio anual cercano al 8%. De acuerdo a las últimas previsiones de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del Banco Central del Ecuador (BCE), el aporte del sector de producción y fabricación de productos de madera al PIB en el 2009 será de USD 322 millones. Este monto representa un decrecimiento de -4,8% en relación al año anterior. Históricamente el sector ha participado en promedio en 1,3% del PIB total.

El crecimiento de esta industria durante los últimos años es concordante al crecimiento de otros sectores económicos, principalmente el de la construcción. De acuerdo a información publicada por el BCE, este sector registró un crecimiento promedio de 6,3% en el período 2005-2008.

Sin embargo, durante el año 2009 se han observado signos de desaceleración en la economía. Según las previsiones del BCE, el Producto Interno Bruto del 2009 tendrá un crecimiento de apenas un 1%. El sector de la construcción, que ha sido uno de los más dinamizadores de la economía especialmente por el volumen de empleo que genera, decrecerá en este año en -1%.

La desaceleración económica es uno de los mayores riesgos que deberá afrontar el sector de la industria y comercialización de madera, el cual, depende en cierta medida de la reactivación de otros sectores para incrementar la demanda.

En el mediano plazo esta reactivación está asociada al potencial incremento en la inversión en obra pública e inversión privada, que dependerá de la capacidad de obtener nuevas fuentes de financiamiento.

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. Hasta Sep-09 la colocación de nueva cartera de vivienda en el sistema financiero nacional experimentó una disminución de -34%, en relación al monto entregado en el mismo período 2008.



POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

EDIMCA es la empresa comercializadora de los productos del Grupo económico en el mercado local, maneja 7 líneas de productos relacionados con madera de los cuales 3 concentran el 85% 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 septiembre del 2009 los volúmenes de ventas de estos productos siguen siendo marginales y menores al 4%. Cabe destacar también que 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 también 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.

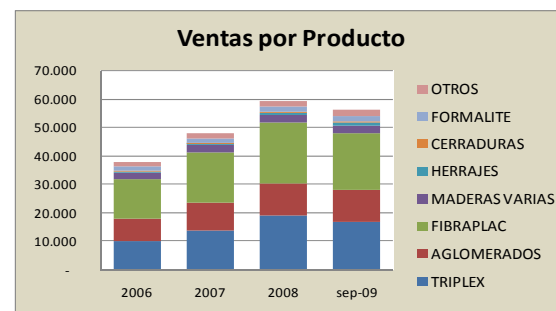
Participación de productos en el mercado

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 empresa industrial propiedad del Grupo Alvarez Barba. Está integrada horizontalmente cubriendo la distribución a través de Novocentros. Novopan inauguró en el año 2007 una planta industrial para fabricar tableros de partículas, que de acuerdo a información del emisor, 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 de EDIMCA a sep-09 ascendieron a USD 42.193 M., si se compara con el monto de ventas de sep-08, hubo un decrecimiento de -4,3%. La empresa ha ajustado las proyecciones de acuerdo a su estacionalidad y estima que el crecimiento de ventas al finalizar el año 2009 será de 2% aproximadamente.



*Ventas anualizadas a Septiembre 2009.

Las ventas de EDIMCA crecieron a un ritmo promedio anual de 22% hasta el año anterior. La empresa proyecta que desde el próximo año las ventas tendrán un crecimiento promedio de 8% anual. Esta proyección se basa principalmente en las expectativas de reactivación económica y en el potencial apoyo del Gobierno para el sector de la construcción.

Las líneas de negocio relacionadas a los diferentes tipos de tableros y maderas representar el 89% de las ventas de EDIMCA. Esta línea tuvo un decrecimiento de -6,9% del monto de ventas netas, anualizando el monto de septiembre. Sin embargo, el resto de líneas de negocio como Herrajes y Cerraduras presentan crecimientos de hasta un 41% en el mismo período.

El margen bruto de la empresa histórico es estable, con una ligera tendencia creciente. A sep-09 el margen bruto fue de 20%, un punto porcentual más del que mostraba en dic-08, especialmente por el incremento de ventas de líneas que manejan márgenes mayores.

La contracción de las ventas en el período analizado contrasta con una disminución del ritmo de crecimiento del gasto operativo. En promedio el gasto operativo ha crecido a un ritmo anual de 17%, mientras que en el 2009 crecerá en 6% (proyección de septiembre). La Administración ha mencionado que se implementaron a tiempo algunos controles para disminuir gastos y costos operativos de manera que los márgenes no se vean afectados en mayor medida al finalizar el año.

Así, tanto el margen operativo como el margen neto se han mantenido similares a los presentados en dic-08. Otro efecto positivo en el estado de resultados ha sido la disminución del gasto financiero. A raíz de la sustitución de pasivos realizada como uno de los objetivos de la emisión de obligaciones analizada, la Compañía ha podido acceder a un financiamiento de largo plazo y a menor costo, que le ha beneficiado en sus resultados.

Es importante mencionar que la empresa tiene un rubro de otros ingresos que corresponde en su mayoría al valor proporcional patrimonial de las acciones que EDIMCA



tiene en las empresas relacionadas, valor que se contabiliza al cierre del ejercicio. Este rubro no representa flujo de fondos y en el 2008 fue del 36% de la utilidad neta. En las proyecciones entregadas por el emisor, siendo conservadoras no se ha considerado un ingreso por este concepto. Es decir que a dic-09 si se incluye este valor la utilidad neta de la empresa podría alcanzar un valor similar a la obtenida en el 2008.

A sep-09 la utilidad neta de la empresa asciende a USD 1.943 M, cabe mencionar que el estado financiero no presenta provisión por participación de empleados e impuesto a la renta por lo que el monto estaría sobrevalorado en estos rubros. La proyección del emisor indica que habrá una ligera disminución del margen neto a dic-09, el cual será de 3,5%, en relación a dic-08 que fue 4,06%. Siendo el año 2008 el mejor histórico en lo que se refiere a resultados netos.

La empresa continua mostrando retornos atractivos, así el ROE a sep-09 fue 31% (35,6% a dic-08), y el ROA fue de 11,2% (11,7% a dic-08).

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Al cierre del tercer trimestre del año 2009, los activos totales de EDIMCA ascendieron a USD 23.802M de los cuales los más representativos son: Cuentas por cobrar comerciales (26%), inventarios (25%), , inversiones en acciones de relacionadas (22%) y propiedades (8%). 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 de cuentas 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. Los días en que rotan las cuentas por cobrar se mantienen estables en torno a 40 días promedio.

A septiembre 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. A sep-09 no se han producido cambios en estos porcentajes.

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.

ENDEUDAMIENTO

A septiembre 2009, el activo se encuentra financiado en 37% por patrimonio y 63% por pasivo. Antes de la emisión de obligaciones el pasivo de la Compañía estaba constituido en un 23% por financiamiento con crédito del exterior, lo cual representaba un potencial riesgo de tipo de cambio ante posibles cambios en la política monetaria en el país. Con el endeudamiento a través del mercado de valores y la sustitución de este pasivo, la empresa ha eliminado ese riesgo.

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 sep-09 representó el 55% del pasivo total. La empresa en su mayoría se ha apalancando por medio de proveedores y en un menor porcentaje por deuda financiera.

El índice de apalancamiento (pasivo total / patrimonio tangible) se ha reducido de 2,18:1 en dic-08 hasta 1,96:1 en sep-09. Se esperaría que el endeudamiento total máximo en el mediano y corto plazo se mantenga en los mismos niveles.

Luego de la sustitución de pasivos realizada con la emisión de obligaciones, el peso del pasivo corriente disminuye y los estados financieros se muestran más equilibrados. A sep-09 el 74 % del pasivo de la empresa es pasivo corriente (96% en dic-08).

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. A sep-09 los días promedio de rotación de cuentas por pagar comerciales fue 66 días. Pese a que el manejo de las empresas del Grupo es independiente, la empresa tiene una ventaja comparativa pues sus proveedores son compañías relacionadas.

La deuda financiera neta respecto del EBITDA a septiembre 2009 fue 0,88 veces mientras que al cierre del 2006 este indicador ascendió a 2,98 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 septiembre de 2009 asciende a USD 8.819M. El capital social representa el 73% del patrimonio y ha crecido sostenidamente en los últimos años. En este año se realizó un incremento de capital por USD 1.400 M correspondiente a utilidades generadas en el 2008, lo que da cuenta del interés de los accionistas por fortalecer patrimonialmente a la empresa.

En cuanto a la repartición de dividendos no existe una política establecida. Hasta el año 2007 la repartición de los mismos no había sido mayor al 30% de la utilidad



neta. Sin embargo, en las proyecciones entregadas por el emisor se puede observar que se proyecta realizar reparticiones del 56% de las utilidades del período aproximadamente, en los siguientes años.

En la escritura pública del contrato de la emisión de obligaciones 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

Los indicadores de liquidez de la Empresa a sep-09 muestran una alta capacidad de pago en el momento analizado, con niveles de liquidez mejores a los históricos. El Flujo de Fondos Operativo cubre holgadamente el gasto financiero, los requerimientos de capital de trabajo y las inversiones en CAPEX. Luego de reparto de dividendos la empresa tiene un Flujo de Caja Libre positivo.

Pese a que el emisor maneja un ciclo de negocio de corto plazo ha mantenido históricamente niveles bajos de liquidez debido a que recursos de corto plazo financiaban activo fijo e inversiones en acciones de largo plazo. A partir del financiamiento obtenido en el mercado de valores se puede observar una mejor estructura de balance y la consecuente mejora de los índices.

La generación de flujos operativos de la empresa ha sido históricamente sólida. A sep-09, el Flujo de Fondos Operativo cubre 2.7 veces la deuda de corto plazo.

De acuerdo a las proyecciones del Emisor a partir de la reestructura de los pasivos la empresa plantea dejar únicamente el endeudamiento con mercado de valores, de manera que los indicadores de liquidez proyectados se mantienen en niveles similares a los de septiembre, e inclusive se incrementan a medida que la deuda se va amortizando.

Según los compromisos adquiridos en la escritura del contrato de emisión, el objeto de la misma es la sustitución de pasivos y la inversión en activo fijo. Para el próximo año está previsto que parte de los recursos de la emisión serán invertidos en adecuación y ampliación de locales y bodegas, sin que esto afecte a los indicadores de liquidez en las proyecciones.

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 Sep-2009	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	1.115		1.115		1.115
Cuentas por Cobrar	6.198		6.198		6.198
Inversiones Temporales	115		115		115
Inventarios	6.104		6.104		6.104
Impuestos Anticipados	1.672		1.672		1.672
Pagos Anticipados	92		92		92
Propiedades	1.956		1.956		1.956
Cuentas por Cobrar Terceros	124		124		124
Inversiones Permanentes	5.484	0	5.484		5.484
Activo Diferido	942		942	942	0
Activo Intangible			0	0	0
ACTIVO TOTAL	23.802	0	23.802	942	22.860
Monto de la Emisión	5.000				
Garantía / Emisión					4,57 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 septiembre 2009 los activos totales de la empresa suman USD 23.802 M. Los activos intangibles y/o diferidos suman USD 942 M, que representan gastos anticipados, lo que arrojaría un valor de USD 22.860 M en activo libre para garantía general de la emisión de obligaciones. La cobertura de la emisión vigente es de 4.57 veces.

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-09, la Compañía presenta los siguientes índices:

1. Índice de endeudamiento neto máximo : **1.96:1**
2. Índice de endeudamiento financiero neto máximo: **0.56:1**

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

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

La emisión de obligaciones analizada 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	sep-09
RESULTADOS				
Ventas	37.687	47.897	59.316	42.193
% crecimiento	17,6%	27,1%	23,8%	-5,2%
MARGEN BRUTO (%)	18%	18%	19%	20%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.271	2.128	3.740	2.606
MARGEN EBITDA (%)	3,4%	4,4%	6,3%	6,2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.271	2.128	3.740	2.606
MARGEN EBITDAR (%)	3,4%	4,4%	6,3%	6,2%
Cuota leasing del período	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	454	511	780	446
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	816	1.617	2.960	2.160
Gasto Financiero del período	-618	-760	-713	-287
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%	9,7%
UTILIDAD NETA	671	877	2.410	1.943
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	16,0%	16,5%	35,6%	31,0%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	4,4%	4,8%	11,7%	11,2%
FLUJO DE CAJA				
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1.053	1.346	2.321	2.389
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-105	106	-831	-686
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	948	1.452	1.490	1.703
Inversión en Activos Fijos	-481	-596	-389	-580
Otras Inversiones, Neto	-603	-256	-256	-318
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-136	600	845	805
Variación Neta de Deuda Financiera	639	-506	-491	644
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-186	-202	-194	-1.000
Otros Financiamientos, Neto	0	0	0	-91
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	318	-108	160	358
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH				
EBITDA OPERATIVO	1.271	2.128	3.740	2.606
(-) Gasto Financiero del período	-618	-760	-713	-287
(-) Impuesto a la renta del período	-81	-257	-588	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagado)	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	572	1.111	2.439	2.319
(-) Variación Capital de Trabajo	-105	106	-831	-686
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	467	1.217	1.608	1.633
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	553	277	157	70
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-186	-202	-194	-1.000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-481	-596	-389	-580
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	353	696	1.182	123
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	1,52%	2,32%	4,11%	5,50%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	1.271	2.128	3.740	2.606
BALANCE				
Caja e Inversiones Corrientes	845	737	896	1.230
Activos Totales	17.540	18.806	22.361	23.802
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	4.370	4.077	3.636	1.145
Pasivo financiero Largo Plazo	263	50	0	3.135
Financiamiento Leasing	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	4.633	4.127	3.636	4.280
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	4.985	5.660	7.876	8.819
Capitalización ****	9.618	9.787	11.512	13.099
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	22.860
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	4.180
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)				5
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13.258	14.147	17.065	18.288

(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	sep-09
INDICADORES FINANCIEROS				
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2,06	2,80	5,25	9,08
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1,28	2,02	4,70	7,06
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	2,06	2,80	5,25	9,08
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	3,65	1,94	0,97	1,23
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	2,98	1,59	0,73	0,88
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	8,10	3,71	1,49	1,38
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	8%	17%	33%	4%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	48,2%	42,2%	31,6%	32,7%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	51%	79%	76%	56%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	37%	31%	25%	29%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	2,52	2,32	1,84	1,70
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	3,28	3,08	2,18	1,96
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	2,52	2,32	1,84	1,70
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	1,21	0,97	0,55	0,56
LIQUIDEZ				
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	94,3%	98,8%	100,0%	26,8%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	19,3%	18,1%	24,6%	107,4%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	192,7%	246,2%	442,1%	908,0%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	175,6%	260,2%	325,5%	669,0%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	192,7%	246,2%	442,1%	908,0%
CFO / cargos fijos	175,6%	260,2%	325,5%	669,0%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,13	0,27	0,67	2,70
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,11	0,30	0,44	1,90
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0,11			2,96
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0,09			2,08
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0,29	0,52	1,03	3,03
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financi	0,34	0,64	1,28	4,56
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x)	0,22	2,80	5,25	2,43
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,08	0,17	0,33	0,14
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0,14			0,16
OTROS INDICES				
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	-640	-692	477	4.167
Liquidez Acida (x)	0,54	0,58	0,59	0,83
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0,47	0,49	0,52	0,67
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0,89	0,90	0,99	1,02
Patrimonio / Activo Total (x)	0,27	0,29	0,34	0,37
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	8	9	9	9
Días de cuentas por cobrar	46	42	41	40
Rotación de inventarios (x)	6	9	8	7
Días de inventarios	56	42	46	49
Rotación de cuentas por pagar (x)	4	5	6	5
Días de cuentas por pagar	82	69	65	66
Rotación Capital de Trabajo	-48	-57	101	11
Días de Capital de Trabajo	-8	-6	4	33
Días de Ciclo de Operación	-28	-21	-18	10

(x) Indice expresado en número de veces