



Ecuador
Emisión Obligaciones

Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA

Calificación

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

Resumen Financiero

(Miles USD)	2,007	2,008	2,009	2,010	sep-11
Activos	18,806	22,361	25,546	30,022	34,786
Ventas	47,897	59,316	56,344	63,615	53,965
Margen EBITDA (%)	5.41	6.31	4.96	5.79	8.74
ROA (%)	9.33	17.51	11.01	10.50	14.81
Deuda Financ. Tot. / Capitalización (%)	0.59	0.49	0.30	0.26	0.23
Deuda Financiera Total / FFO (x)	5.15	3.16	2.83	1.84	0.76

*La información financiera 2009 y 2010 corresponde a información auditada bajo normas NIIFs.

Descripción de la Emisión

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA
Monto emitido:	USD 5,000,000
Serie 1	USD 3,000,000
Serie 2	USD 2,000,000
Monto en circulación:	USD 2,501,600
Monto colocado:	USD 5,000,000
Plazo:	1440 días (4 años)
Próximo vencimiento:	14-Jun-2011 y 25-Jun-2011
Vencimiento Final:	25-sep-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
Agente Pagador:	Banco de la Producción S.A. Produbanco
Representante Obligacionistas:	Manuel Fernández De Córdova Representaciones Cía. Ltda.

*Tasa Pasiva Referencial publicada por el Banco Central del Ecuador

Actividad del Emisor:

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

Contactos

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

María Sol Merino E.
(593 2) 254 83 93
mariasol.merino@bankwatchratings.com

FECHA COMITE: 30-Nov-2011

ESTADOS FINANCIEROS A: Sep-2011

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados de los años 2009 y 2010, y los estados financieros internos e información adicional con corte a Septiembre 2011, de Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de “AA” a la emisión de obligaciones generales que se analiza en este estudio.

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

La calificación otorgada es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación si incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

La calificación se sostiene en la capacidad de la empresa para generar márgenes operativos, sostenibles e interesantes con productos bien posicionados e importantes barreras de entrada. El riesgo del negocio medido a través del EBITDA muestra estabilidad mientras exista un desarrollo también estable del entorno operativo.

En general, EDIMCA mantiene las tendencias positivas que permitieron el incremento de la calificación en noviembre 2010. Esperamos que estas se mantengan en el corto y mediano plazo, especialmente en cuanto a la generación, en consistencia con las expectativas macroeconómicas y de las industrias a las que sirve la empresa.

Una de las fortalezas de esta empresa dentro de un mercado competitivo es su amplia red de distribución que abarca todo el país y le posiciona como líder del mercado, permitiéndole influir en los precios y tendencias del mercado.

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.



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

El apalancamiento de la empresa tanto en relación a la generación operativa como al patrimonio tangible se mantiene en niveles que le otorgan flexibilidad financiera para enfrentar eventos inesperados. Se esperaría que las políticas de reparto de dividendos e inversiones en acciones de empresas relacionadas permitan mantener la tendencia sostenida de mejoramiento. En un escenario estresado se esperaría que estos indicadores no superen los niveles observados en el 2009.

El crecimiento de las ventas y la capacidad de sostener los márgenes han permitido aumentar los flujos para poder cubrir los vencimientos de la deuda de una manera más adecuada, a esta situación contribuyó también la restructuración de la deuda a largo plazo. El CFO, es decir los flujos generados luego de la variación de capital de trabajo se han mantenido desde el 2009, hasta la fecha de análisis en sobre el 1:1, en relación a la deuda de corto plazo, y aún con mayores requerimientos de inventarios y cuentas por cobrar.

El flujo de caja libre en cambio se contrae en el 2009 y el 2010 por la creciente inversiones en CAPEX y en otras empresas relacionadas. A la fecha de análisis el flujo de caja libre de EDIMCA más la caja registrada podrían cubrir alrededor de un 48% de la deuda de corto plazo, debiendo refinanciar la diferencia. Si es que los requerimientos de flujos fueran mayores a lo previsto en función de cambio de políticas de capitalización y/o inversiones, se podría generar una presión de liquidez dependiendo también de los plazos de la nueva deuda.

El riesgo de refinanciamiento estaría mitigado por su capacidad de acceder a las alternativas que ofrece tanto el sistema financiero como el mercado de valores, gracias a la solidez financiera y del negocio en una economía con alta liquidez.

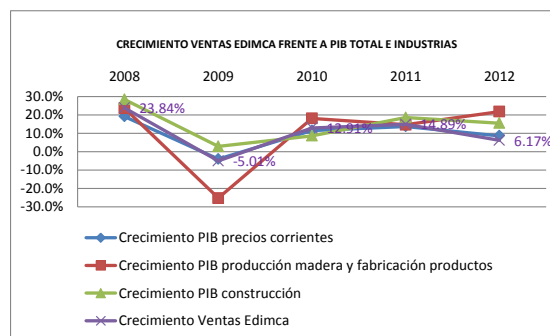
■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES DEL EMISOR

- Cambio en la legislación tributaria local exige que desde el 2010 las compañías presenten un impuesto a la renta mínimo, en vez de anticipo del impuesto a la renta. Éste resulta de la suma matemática del 0.4% del activo, 0.2% del patrimonio, 0.4% de ingresos gravados, y 0.2% de costos y gastos deducibles.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver anexo 1.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



Fuente: BCE Elaboración: BWR

Las ventas de EDIMCA se mueven con una tendencia muy similar a la del PIB del país ya que opera en la industria de producción de madera y fabricación de productos de madera y en la industria de la construcción que son industrias que participan de manera importante y determinante en el PIB global. La correlación de las ventas de EDIMCA con el PIB global y las industrias mencionadas a las que atiende de manera directa o indirecta se muestra claramente en el gráfico anterior.

Por lo tanto, uno de los riesgos más importantes a los que están expuestas las industrias del caso es la desaceleración o deterioro de la economía local en relación a la capacidad adquisitiva propia de la población y al nivel de crédito al que tenga acceso.

El crecimiento de las industrias del caso ha estado sustentado en una economía líquida y fomentado por una oferta creciente de crédito tanto para el segmento de consumo (muebles y elaborados de madera) como para el segmento de vivienda que a su vez fomenta la construcción y la fabricación de sus insumos. Adicionalmente la obra pública ha contribuido para el crecimiento de este segmento.

Las proyecciones de crecimiento para la producción de madera y fabricación de productos de madera, establecidas por el BCE en términos corrientes son de 14.6% y 21.8% para el 2011 y 2012 respectivamente; mientras que la industria de la construcción según el BCE incrementaría en 18.6% y 15.5% en 2011 y 2012. Los fundamentos para estas expectativas son similares a los que han sostenido el crecimiento del 2010 y lo que va del 2011. Consideramos que aun cuando estas proyecciones pudieran ser optimistas, las perspectivas para las dos industrias son favorables a corto y mediano plazo en concordancia con las expectativas de la economía nacional.

La industria de producción primaria de madera (explotación y producción de tableros contrachapados, aglomerados y de fibra; madera aserrada y pulpa de papel) es una industria antigua en el país y más bien madura con pocos participantes en el mercado y con importantes barreras de entrada por ser intensiva en las necesidades de capital. Los grandes productores tienen

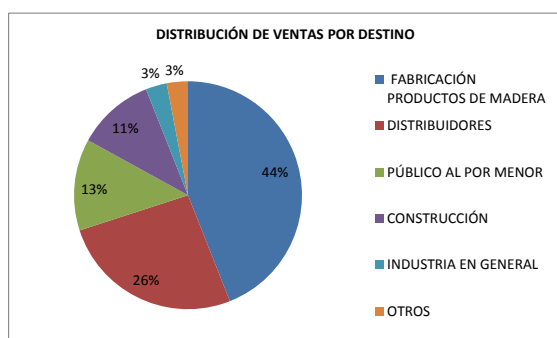
sus propios distribuidores y comercializadores que compiten entre sí.

La industria de fabricación local de productos de madera (transformación secundaria) como muebles, puertas, ventanas, pisos, muebles de cocina y cualquier producto dirigido a la construcción, junto con el mercado artesanal, constituyen el mercado objetivo de EDIMCA. Este sub-segmento, está más bien en expansión y compite con importaciones de China y otros países, tanto en cuanto a productos de madera como con otros productos sustitutivos. Las barreras a las importaciones que ha impuesto el gobierno se transforman en ventajas competitivas para la industria nacional y por tanto para EDIMCA.

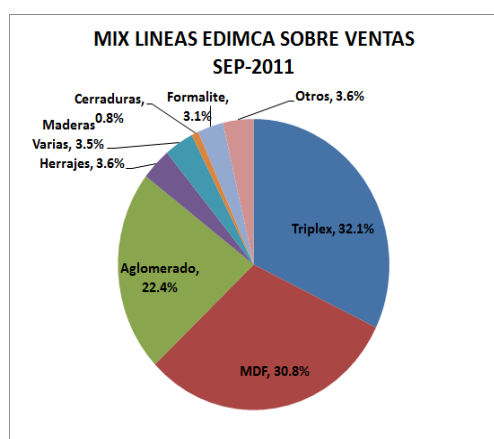
Los productos que comercializa EDIMCA tienen sustitutos del mercado local que constituyen también competencia.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

EDIMCA es la empresa comercializadora de la producción de las empresas del Grupo. Por destino la distribución de sus ventas se muestra en el siguiente gráfico:



Fuente: Edimca Elaboración: BWR



Fuente: Edimca Elaboración: BWR

EDIMCA se desenvuelve en un mercado competitivo donde tres participantes captan el 97% del mercado. Es el jugador más importante con una participación histórica de alrededor del 40 % en sus principales líneas. Su fuerte posicionamiento le ha permitido ser el líder en precios.

Una de las ventajas competitivas de la empresa es su red de distribución a lo largo de todo el país con 20 sucursales, 4 franquicias y 190 distribuidores, a través de la cual llega a más de 40.000 clientes. Frente a los productos importados la capacidad inmediata de abastecimiento le otorga también preferencias.

En consistencia con su naturaleza, el 85.4% de sus ventas están abastecidas por productos generados por sus relacionadas. Complementan sus ingresos con la comercialización de algunas marcas internacionales de productos importados como láminas, cerraduras, barras de seguridad, entre otros.

A mar-2011 la compañía cuenta con 420 empleados, de los cuales de acuerdo con la naturaleza de su gestión se componen de 9 gerentes, 67 empleados administrativos, y 344 empleados de ventas.

■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Inversiones EDIMCA	Actividad	% Part. Accionaria	Util. Miles USD Sep-11
EDIMCA	Comercial		
ACTITRANS	Inmobiliaria	99.99	ND
ACOSA	Prod. Tableros Aglomerado	15.36	2,608
BOTROSA	Prod. Tableros Contrachapado	1.17	(274)

Fuente: Edimca Elaboración: BWR

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

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

Si bien todas las empresas se encuentran vinculadas por propiedad, no tienen vinculación por administración, el manejo es independiente.

Las relaciones comerciales del Grupo se guían con políticas generales que usualmente también gobiernan las relaciones comerciales con empresas no relacionadas.

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

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Accionistas	Nacionalidad	% Part. Capital Social
SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE INVERSIONES S.A. "ADINSA"	Ecuador	37.9%
LEDEX HOLDINGS INC.	Panamá	16.1%
THE INTERNATIONAL WOOD TRUST	Nueva Zelanda	13.8%
DURINI TERAN MARGARITA	Ecuador	8.7%
BARLIK LLC	EEUU	8.6%
OTROS ACCIONISTAS DE MENOR PARTICIPACION		30.5%
TOTAL CAPITAL PAGADO MILES USD (Sep-11)		8,200

El capital social lo componen 70 accionistas que fundamentalmente pertenecen a cuatro grupos familiares.

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

Históricamente el apoyo de los accionistas proviene de la retención de la mayor parte de las utilidades para fortalecer el nivel patrimonial.

ESTRATEGIA DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La Administración de EDIMCA tiene experiencia y capacidad técnica. Su gestión se ajusta a una planificación proactiva frente al entorno macro. Se maneja bajo políticas más bien conservadoras en relación a su capitalización que proviene entre un 42% y un 20% de deuda.

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

La plana Gerencial, es nombrada por la Junta General de Socios en conjunto con el Gerente General. No existe un protocolo establecido para la sucesión de los diferentes grupos familiares accionistas en la administración de la empresa.

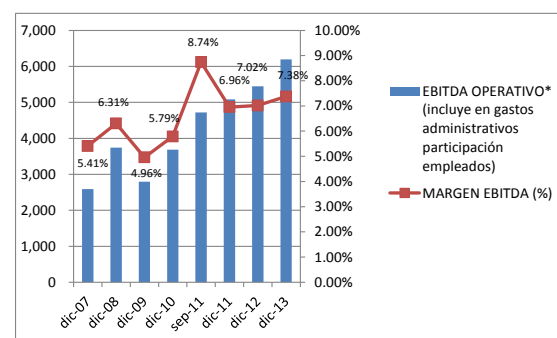
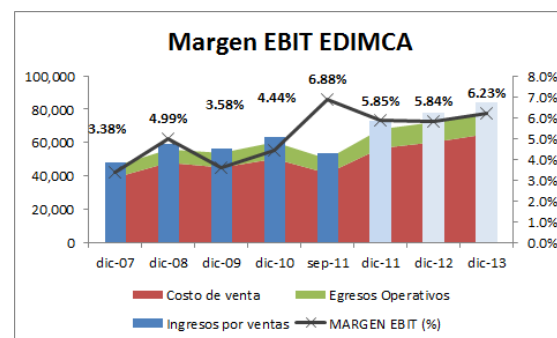
En el periodo 2009 EDIMCA transfirió a la Compañía Barkley Marketing LLC de los EEUU, sus marcas con todos sus usos y derechos, para ser administradas por ella.

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

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Este análisis se realiza con base en los estados financieros de EDIMCA, auditados por BDO Ecuador Cía. Ltda., bajo NIIF a diciembre 2009 y 2010, y estados financieros interinos bajo NIIF e información suplementaria a septiembre 2011.

GESTION OPERATIVA



La gestión operativa de EDIMCA muestra una tendencia positiva, con ventas crecientes exceptuando el año 2009, que fue un año de contracción económica. El margen EBIT y EBITDA que también se contraen en el 2009, se recuperan consistentemente en el 2010 y en el 2011, tal como estaba previsto. Se esperaría que en el 2012 estos al menos se mantengan.

El comportamiento estable del EBITDA anual se ha apoyado en estrategias comerciales que han permitido incrementar el margen bruto aprovechando el entorno operativo positivo, trasladando el incremento del costo al precio y aumentando los volúmenes de ventas.

También ha contribuido al desempeño positivo del EBITDA un gasto operativo controlado cuya proporción sobre ventas es relativamente estable a partir del 2009, año en que frente a períodos anteriores el gasto operativo aumenta por la incorporación de puntos adicionales de venta. Estos gastos a partir del 2010, incorporan el pago de regalías que la empresa debe realizar a la empresa administradora de marcas.

A septiembre 2011 el EBITDA no incorpora el gasto de participación de empleados en las utilidades por lo que el crecimiento extraordinario que muestra el gráfico no es real. Hacia finales de año se esperarían niveles más consistentes una vez que se incorporen dichos gastos.

El resultado final de la empresa es apoyado por un menor gasto financiero derivado principalmente de la reducción de tasas y de la sustitución de deuda financiera. La Compañía ha podido acceder a un financiamiento de largo plazo con un menor costo que beneficia sus resultados.



Se esperaría que el ROA y el ROE, al menos se mantengan en este y el próximo año, sustentado en el crecimiento del negocio y en la estabilidad de los márgenes. A diferencia de los años 2009 y 2010, no se espera ingresos no operativos significativos en este año y en los dos subsiguientes.

Estos ingresos en años anteriores provinieron del VPP por las inversiones en relacionadas y en el 2009 por la venta de marcas con todos sus usos y derechos a una empresa administradora de marcas. En el año 2009 y 2010 el ingreso no operativo por los conceptos citados ascendió al 47% y 25% respectivamente sobre los resultados antes de impuestos, influenciando positivamente en el ROA y ROE de la empresa.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

La empresa mantiene una estructura saludable de activos, cuya composición refleja su naturaleza comercial, y la relación importante con su grupo económico que a la vez es el proveedor principal de los productos que distribuye.

El 61% de los activos totales de EDIMCA son corrientes y 39% a largo plazo. Los más representativos son Cuentas por cobrar comerciales representan el 24.5%, Inventarios el 29.9%, Inversiones en acciones de relacionadas y otras 20% y propiedades el 17.62%.

Es importante mencionar que el peso de los activos fijos (propiedades) en el balance es menor al que realmente utiliza y posee, ya que los principales terrenos y edificios están a nombre de empresas del Grupo (ACTITRANS) creadas con fines inmobiliarios.

La cartera por cobrar la componen alrededor de 2.000 clientes individuales y distribuidores, cada grupo difiere en el valor promedio de cartera adeudada, siendo los distribuidores los que generan mayores montos de cartera por cobrar, a pesar de lo cual sus concentraciones no son significativas. La cartera en riesgo, vencida más de 360 días, asciende a 3.5% y están cubiertas con provisiones en un 95%. La rotación de la cartera ha disminuido ligeramente y está actualmente en 45 días, siendo el objetivo bajara a 41 días contemplados en las proyecciones.

El Inventario es producto terminado de rápida realización; aproximadamente un 80% son tableros triplex y aglomerados, y fibra. El inventario durante el 2010 y hasta septiembre de este año muestra una rotación más lenta. La rotación del inventario actualmente es de 68 días, mayor a lo histórico (49 días promedio en los tres años anteriores) por las líneas de productos complementarios.

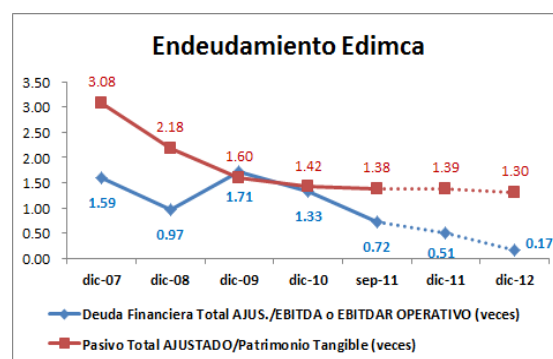
A sep-11 las inversiones en acciones asciende a USD 6.957 M, de los cuales el 33% corresponde a Actitrans, una inmobiliaria que tiene terrenos y edificios donde funcionan locales de EDIMCA. El 65% concierne a inversión en acciones de compañías subsidiarias, con resultados positivos en Acosa y negativos decrecientes

en Botrosa. Finalmente, el 2% son inversiones en compañías varias con un aceptable perfil financiero.

Parte de su red comercial está centrada en activos fijos de EDIMCA.

El patrimonio de la compañía representa el 44% del activo. En tanto las cuentas por pagar son el 34%, éstas son cubiertas entre 67 y 76 días. Obligaciones financieras son de corto y mediano plazo, constituyen el 13%.

ENDEUDAMIENTO



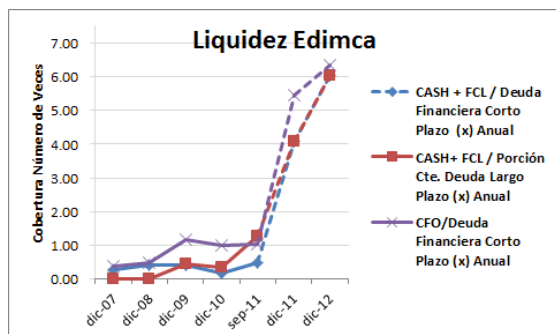
La necesidad de endeudamiento de la compañía viene de inversiones en CAPEX y en acciones de empresas relacionadas. Los requerimientos de capital de trabajo son históricamente cubiertos con la propia generación de la empresa. Este sería el caso inclusive si se mantienen las actuales condiciones de rotación de cuentas por cobrar, e inventarios que están siendo más lentas frente a lo histórico.

El comportamiento de los indicadores que se muestran en el gráfico se debe a una pequeña disminución de la deuda pero principalmente al crecimiento del EBITDA. La tendencia que muestra el gráfico de endeudamiento se concretaría en lo proyectado si se mantienen las políticas de dividendos y si las inversiones en CAPEX se limitan a lo proyectado. En un escenario estresado, esperaríamos que los indicadores regresen a los niveles del 2009 aproximadamente.

La deuda financiera representa el 23% del pasivo total de la compañía. La deuda financiera a septiembre – 2011, representa el 72%.

Según los compromisos adquiridos en la escritura del contrato de emisión, el objeto fue sustitución de pasivos y la inversión en activo fijo. Los objetivos se han cumplido.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



El crecimiento de las ventas y la capacidad de sostener los márgenes ha permitido aumentar los flujos para poder cubrir los vencimientos de la deuda de una manera más adecuada, a esta situación contribuyó también la restructuración de la deuda a largo plazo. El CFO, es decir los flujos generados luego de la variación de capital de trabajo se han mantenido desde el 2009, hasta la fecha de análisis en sobre el 1:1 aún con mayores requerimientos de inventarios y cuentas por cobrar.

El flujo de caja libre en cambio se contrae en el 2009 y 2010 por la creciente inversión en CAPEX y en otras empresas relacionadas. A la fecha de análisis el flujo de caja libre de EDIMCA más la caja registrada podrían cubrir alrededor de un 48% de la deuda de corto plazo, debiendo refinanciar la diferencia. Si es que se requiere nueva deuda para un pago adicional de dividendos o de inversión ya sea en CAPEX o acciones, se podría generar una presión de liquidez dependiendo también de los plazos de la nueva deuda.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA

La emisión de obligaciones generales en estudio 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 pignoralados, activos diferidos, activos en litigio, activos restringidos. La estructura de la garantía general en septiembre-11 es la siguiente:

ACTIVOS	Activos Sep-2011	Activo Pignoralado	Activos Libres	Activos Diferidos, Intangible	Activos Garantía General
Activos Líquidos	1,020		1,020		1,020
Cuentas por Cobrar	8,515		8,515		8,515
Inventarios	10,416		10,416		10,416
Gastos anticipados	1,209		1,209		1,209
Otras Activos corrientes	47		47		47
Propiedades	6,128	2,304	3,824		3,824
Inversiones en Compañías	6,957		6,957		6,957
Activos para vender	115		115		115
Cuentas por Cobrar Largo Plazo Tercer.	160		160		160
Activo Diferido	149		149	149	0
Activo Intangible	69		69	69	0
ACTIVO TOTAL	34,785	2,304	32,481	218	32,263
Monto en circulación	2,501				
Garantía / Monto en circulación a Sep-2011					12.90 veces

Se considera como activo pignoralado el total de la inversión en ACTITRANS, ya que esta empresa tiene como sus únicos activos los terrenos que han sido pignoralados para garantizar deuda bancaria de EDIMCA, y ésta última posee el 99.99% de las acciones de esa subsidiaria.

El monto emitido no excede el límite de 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Cuantitativamente la garantía cubre 12.9 veces la obligación en circulación. La garantía general tiene último grado de prelación en caso de liquidación.

■ RESGUARDOS

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

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-2011, la Compañía presenta los siguientes índices:

1. Índice de endeudamiento neto máximo : **1.38:1**
2. Índice de endeudamiento financiero neto máximo: **0.32:1**

El emisor cumple con los resguardos señalados expresamente dentro de la escritura pública del Contrato de Emisión de Obligaciones.

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

EDIMCA participa en el mercado de valores desde el año 2003. La emisión de obligaciones generales que se analiza en este informe, es la segunda 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; su cumplimiento ha sido 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.

■ ANEXO No.1

■ ENTORNO MACRO ECONÓMICO

Las perspectivas hasta fines de año, siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo (2012-2013) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global que pudiera contraer sus niveles de crecimiento. Adicionalmente, se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2007	2008	2009	2010	interino 2011
PIB (USD Mill 2000)	22,410	24,032	24,119	24,983	26,292
Inc. PIB (Mill.2000)%	2.04	7.24	0.36	3.60	5.24
Inc. anual oferta y demanda global%	3.90	8.10	-3.60	7.40	4.13 prev.
Inflación Anual %	3.32	8.83	4.31	3.33	4.84**
Deuda total del Gobierno/PIB %	30.49	25.34	19.67	23.40	20.11***
Deuda externa del Gobierno/PIB %	23.90	19.19	14.39	15.22	13.31***
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.59	6.15	5.28	8.18	6.80***
Cuenta Corriente/PIB %	3.60	2.0	-0.35	-3.31	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-0.10	-1.10	-5.07	-1.95	
Ingreso Sector Público/PIB %	29.56	40.70	35.33	39.98	45.73****
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	20.10	27.20	26.80	29.20	31.92****
Inversión del Gobierno/PIB %	7.49	12.91	12.84	12.45	12.96****
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	72.70	97.70	64.00	84.50	79.07*****
*estimación BCE					
**inflación anual a agosto/2011					
*** deuda a juli 2011 PIB corriente proyectado de 65.145MM					
****anualizado con cifras hasta mayo 2011 PIB corriente proyectado					
*****sept 23/2011					

El primer trimestre del 2011 mostró un crecimiento del PIB de 8.6% en relación al primer trimestre del 2010 y del 1.8% en relación al cuarto trimestre del 2010. El comportamiento real fue mejor de lo esperado. Se expanden todas las actividades económicas.

El gasto público sigue siendo la influencia más importante en la expansión económica y contribuye también el crédito del BIESS. La construcción representa el sector de la economía que más aporta al crecimiento económico, seguido por el sector servicios.

Al comportamiento de la construcción ha contribuido el crédito del BIESS pero principalmente la construcción en el sector público de obras de infraestructura.

Algunos de los sectores que se han destacado en relación al primer trimestre del 2010, se muestran a continuación:

sectores	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Refinación de Petróleo	-27.9%	43.2%
Electricidad y Agua	-15.2%	30.7%
Construcción	5.9%	17.5%
Comercio	3.8%	6.3%
Servicios	1.9%	11.7%
Intermediación Financiera	10.9%	13.4%
Agricultura/Ganadería	-1.5%	3.3%
Pesca	3.7%	7.6%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica con respecto al mismo trimestre del año anterior.

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 8.4% en el primer trimestre del 2011 con respecto al primer trimestre del 2010 cuando este crecimiento (de la oferta y demanda global) en el mismo trimestre del 2010 fue de 2.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones durante el 2010, mientras que en el primer trimestre 2011, tanto las importaciones como las exportaciones muestran un crecimiento importante en relación al primer trimestre del 2010:

Comercio Exterior	2010	1T2010	1T2011
Importaciones	16.3%	8.0%	8.0%
Exportaciones	2.3%	-3.1%	10.8%

Por el lado de la demanda, a más de las exportaciones, tenemos la demanda interna que se ha expandido significativamente como lo demuestra la tabla que sigue:

	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Formación Bruta de Capital	2.7%	16.7%
Consumo de Hogares	3.4%	7.6%
Consumo de Administraciones Públicas	0.3%	2.7%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china, mientras que mayores impuestos financian el creciente gasto corriente.

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

PERSPECTIVAS 2011 – 2012 -2013.....

De acuerdo a la opinión de algunos economistas, las proyecciones de crecimiento de la economía por parte del BCE (5.24%) para el año 2011 podrían cumplirse o superarse considerando el comportamiento de lo que va del año. Así, por ejemplo, el FMI estima que el



crecimiento económico del Ecuador para el 2011 sería de 5.8%.

Para el año 2012 sin embargo las proyecciones no son tan optimistas y se podría esperar una desaceleración ya que el crecimiento se fundamenta en inversión pública y ésta a su vez en el precio del petróleo y deuda. Se ha comprobado que el precio del petróleo puede ser altamente volátil y que los recursos de deuda para el Ecuador son limitados.

Podría esperarse que la línea de crédito de los bancos chinos vaya llegando a su tope aunque el secretario de la SENPLADES, piensa que el próximo año se podría recurrir nuevamente a esta fuente.

Los indicadores de deuda presentados por el BCE y que se incorporan en la primera tabla de este reporte, no incluyen las obligaciones cuyos vencimientos sean menores a 360 días, por lo tanto se estaría omitiendo el saldo por pagar de la facilidad petrolera con la China que tiene un año plazo pero que es revolvente. Incluyendo este rubro en la deuda externa ésta subiría a representar aproximadamente el 18% del PIB y no el 13.3%, según algunos analistas.

La deuda interna también ha venido creciendo de manera importante, entre el 2009 y 2010, según los datos del BCE, aumentó en 64% y entre julio 2010 y julio 2011 se incrementa en un 2.77%. La deuda interna también podría estar subestimada si existen créditos con vencimientos menores de un año, no registrados. En todo caso, la deuda del Gobierno estaría en alrededor del 26% del PIB según analistas, con lo cual se reduce su capacidad de endeudamiento frente al límite legal del 40%, establecido en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas aprobado en octubre de 2010.

La ministra coordinadora de la Política Económica estima que el crecimiento económico del próximo año sería del 4%. En ese escenario se estima un precio del petróleo no más bajo de USD70 por barril y una inversión pública de USD4000 millones. El año 2012 es considerado como el año más vulnerable.

Para el año 2013, fuentes oficiales estiman que la producción petrolera incrementaría de 503mil barriles diarios en promedio a 567mil barriles diarios. Sin embargo, las metas estimadas se han incumplido con frecuencia por lo que esta fuente de ingresos no es necesariamente confiable.

La fuente de ingresos más sólida para el estado podría ser la minería en gran escala, sin embargo esta fuente de ingresos se concretaría dependiendo de cuando se firmen los nuevos contratos. Si los contratos se firman hasta fines de este año se podría esperar ingresos por esta industria a partir del 2014. De ahí en adelante se esperaría que las exportaciones y la renta minera crezcan sustancialmente por algunos años.

A partir del 2015 se podrían esperar que las nuevas centrales hidroeléctricas, el aumento importante en la producción del gas del Golfo de Guayaquil y la

Refinería del Pacífico, si se llega a construir, contribuyan con energía eléctrica más barata y combustibles de mejor calidad.

Dado que la expansión esperada al menos en el corto y mediano plazo no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario (ya se observa) como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante actual y que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es el proyecto de Ley de "Control de Poder de Mercado".

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. Parecería que las posibilidades de cambiar la ley para limitar esta interferencia en las empresas, gremios de la producción y empresariales y en el sector privado en general son escasas.

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

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



EMPRESA: EDIMCA					
(Miles de USD)					
	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	sep-11
RESULTADOS					
Ventas	47,897	59,316	56,344	63,615	63,965
% crecimiento	27.09%	23.84%	-5.01%	12.91%	13.11%
Costos	(39,107)	(48,017)	(45,107)	(50,314)	(41,621)
% crecimiento	27.26%	22.78%	0.00%	11.54%	10.30%
MARGEN BRUTO (%)	18.35%	19.05%	19.94%	20.91%	22.87%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0
% crecimiento					
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,591	3,740	2,795	3,684	4,717
MARGEN EBITDA (%)	5.41%	6.31%	4.96%	5.79%	8.74%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,591	3,740	2,795	3,684	4,717
MARGEN EBITDAR (%)	5.41%	6.31%	4.96%	5.79%	8.74%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	973	780	780	859	1,006
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,617	2,960	2,015	2,824	3,711
MARGEN EBIT (%)	3.38%	4.99%	3.58%	4.44%	6.88%
Gasto Financiero del período	(760)	(713)	(526)	(306)	(261)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1.59%	1.20%	0.93%	0.48%	0.48%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	17.35%	18.37%	12.49%	6.32%	7.41%
Impuestos a la renta	(257)	(588)	(574)	(726)	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	22.66%	19.61%	17.88%	20.74%	0.00%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	20.89%	21.95%	47.00%	24.72%	4.13%
UTILIDAD NETA	877	2,410	2,638	2,777	3,599
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	1.83%	4.06%	4.68%	4.36%	6.67%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	16.48%	35.61%	29.46%	24.63%	34.46%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	4.83%	11.71%	11.01%	9.99%	14.81%
FLUJO DE CAJA					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1,808	2,597	2,405	3,636	4,605
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	(289)	(831)	(827)	(921)	(2,100)
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,518	1,765	1,578	2,715	2,505
Inversión en Activos Fijos	(448)	(389)	(839)	(1,904)	(1,224)
Otras Inversiones, Neto	(498)	(257)	(475)	(956)	(115)
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	573	1,119	264	(145)	1,166
Variación Neta de Deuda Financiera	(481)	(491)	1,152	101	(379)
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	(200)	(470)	(1,000)	(340)	(750)
Otros Financiamientos, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	(108)	158	415	(385)	37
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH					
EBITDA OPERATIVO	2,591	3,740	2,795	3,684	4,717
(-) Gasto Financiero del período	(760)	(713)	(526)	(306)	(261)
(-) Impuesto a la renta del período	(257)	(588)	(574)	(726)	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,574	2,439	1,695	2,652	4,456
(-) Variación Capital de Trabajo	(289)	(831)	(827)	(921)	(2,100)
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,284	1,608	867	1,731	2,356
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	234	157	711	984	149
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	(200)	(470)	(1,000)	(340)	(750)
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(448)	(389)	(839)	(1,904)	(1,224)
(-) Otras Inversiones neto	(498)	(257)	(475)	(956)	(115)
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	372	649	(736)	(485)	415
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	(481)	(491)	1,152	101	(379)
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	(109)	158	415	(385)	37
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	845	737	896	1,313	937
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	736	895	1,311	929	973
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	737	896	1,313	929	1,020
COMPROBACIÓN CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	(0)	(1)	(2)	(8)	(47)
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	3.29%	4.11%	3.01%	4.17%	8.26%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	2,591	3,740	2,795	3,684	4,717
BALANCE					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	737	896	1,313	937	1,020
Activos Totales	18,806	22,361	25,546	30,022	34,786
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	4,077	3,636	1,349	2,699	3,257
Pasivo financiero Largo Plazo	50	0	3,439	2,189	1,252
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	4,127	3,636	4,788	4,889	4,510
Pasivos con Proveedores	7,472	8,664	8,376	9,866	11,854
Otros Pasivos	1,546	2,185	2,349	2,753	3,083
Pasivos Totales	13,146	14,485	15,512	17,508	19,447
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	5,660	7,876	10,034	12,513	15,339
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a	4,261	6,644	9,713	12,344	14,060
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1,399	1,232	321	169	1,279
Capitalización ****	9,787	11,512	14,822	17,402	19,849
Contingentes	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL					
Activos Pignorados	0	0	0	0	0
Activos diferidos	1,121	1,029	148	148	149
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	2,373
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	17,684	21,332	25,398	29,873	32,263
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	17,684	21,332	25,398	29,873	32,263

(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**

INDICADORES FINANCIEROS	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	sep-11
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3.41	5.25	5.31	12.05	18.07
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2.82	4.70	3.72	5.82	13.38
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	3.41	5.25	5.31	12.05	18.07
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	3.07	4.42	4.22	9.68	18.07
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	2.69	3.26	2.65	6.66	10.03
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.07	4.42	4.22	9.68	18.07
CFO/cargos fijos	2.69	3.26	2.65	6.66	10.03
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - I	1.59	0.97	1.71	1.33	0.72
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) An	1.31	0.73	1.24	1.07	0.55
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	2.62	1.49	2.83	1.84	0.76
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.42	0.32	0.32	0.28	0.23
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.79	0.76	0.47	0.47	0.49
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.31	0.25	0.31	0.28	0.23
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	3.08	2.18	1.60	1.42	1.38
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	3.08	2.18	1.60	1.42	1.38
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0.97	0.55	0.49	0.40	0.32
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0.30	0.22	0.20	0.11	0.27
deuda ajustada y patrimonio tangible deben venir solamente del resumen para e	-	-	-	-	-
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.99	1.00	0.28	0.55	0.72
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.39	0.67	1.26	0.98	1.82
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	✓	✓	1.36	2.12	4.76
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.57	0.92	2.23	1.33	2.14
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.37	0.49	1.17	1.01	1.03
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	✓	✓	0.69	1.39	2.51
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.27	0.42	0.43	0.17	0.48
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	✓	✓	0.46	0.36	1.26
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	(692)	477	3,774	2,949	4,539
Liquidez Ácida (x)	0.58	0.59	0.82	0.65	0.65
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.49	0.52	0.80	0.64	0.57
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.90	0.99	0.95	0.96	1.09
Patrimonio / Activo Total (x)	0.30	0.35	0.39	0.42	0.44
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	8.61	8.81	7.26	7.62	8.03
Días de cuentas por cobrar	41.83	40.85	49.58	47.24	44.82
Rotación de inventarios (x)	8.58	7.84	7.88	6.39	5.33
Días de inventarios	41.95	45.91	45.67	56.32	67.57
Rotación de cuentas por pagar (x)	5.23	5.54	5.39	5.10	4.68
Días de cuentas por pagar	68.79	64.96	66.85	70.59	76.90
Rotación Capital de Trabajo	(56.51)	100.66	11.95	17.06	12.23
Días de Capital de Trabajo	(6.37)	3.58	30.12	21.10	29.44
Días de Ciclo de Operación	(21.37)	(18.23)	1.72	(11.86)	(6.05)
Vencimientos Deuda Financiera					
Año	39,447	39,813	40,148	40,543	40,816
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	0	0	3,439	2,502
Vencimientos Otra deuda Financiera	0	0	0	1,450	2,008
Total	0	0	0	4,889	4,510

(x) Índice expresado en número de veces

Información Dec.2009 proyección de la empresa