

# INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

## VEPAMIL S.A.

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

### Analista Responsable

Ing. Andrea Paredes

aparedes@summaratings.com

### Fecha de Comité

22 de julio de 2020

### Periodo de Evaluación

Al 31 de mayo de 2020

## Contenido

<b>RESUMEN</b> .....	2
<b>RACIONALIDAD</b> .....	2
<b>DESCRIPCIÓN DE EMISOR</b> .....	4
<b>DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES</b> .....	5
RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO .....	6
RIESGO SECTORIAL .....	11
RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE.....	13
RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL .....	18
RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA .....	19
RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO.....	23
<b>ANEXOS</b> .....	27

**RESUMEN**

Instrumento	Calificación Asignada	Revisión	Calificación Anterior
Tercera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	AA+	Actualización	AA+

**Categoría AA:** Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de 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 pertenecen y en la economía en general.

**Tendencia de la Categoría:** Más (+)

El Presente Informe de Calificación de Riesgos correspondiente a la Tercera Emisión de Obligaciones de la compañía VEPAMIL S.A., es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta Seis millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 6.000.000,00) para la Tercera Emisión; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se le propone la calificación de riesgo **AA** con tendencia “+” para la Tercera Emisión de Obligaciones en sesión del comité de calificación.

*Las calificaciones de riesgo emitidas por SUMMARATINGS representan la opinión profesional y no implican recomendaciones para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Las calificaciones de SUMMARATINGS se basan en la información actual proporcionada por el Emisor y/o Cliente. SUMMARATINGS no audita la información recibida. SUMMARATINGS no garantiza la integridad y exactitud de la información proporcionada por el Emisor y/o Cliente en el que se basa la calificación por lo que no se hace responsable de los errores u omisiones o por los resultados obtenidos por el uso de dicha información.*

*La calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.*

**RACIONALIDAD**

**Riesgo del Entorno Económico: Alto**

- Las perspectivas de decrecimiento económico para el Ecuador son superiores al 7% debido a los efectos negativos de la pandemia Coronavirus, la caída en el precio del petróleo a niveles mínimos históricos y la insostenibilidad financiera que atraviesa el país.
- La fuerte contracción de los ingresos del Estado debido a la disminución significativa de los ingresos petroleros y al impacto de la emergencia nacional, incrementa el déficit fiscal y presiona la planificación presupuestaria del Gobierno Nacional; aumentando consecuentemente las necesidades de reestructuración de la deuda y financiamiento externo adicional.
- La reducción de las calificaciones de riesgo soberano para Ecuador, en base a la alta probabilidad del no pago de intereses y la reestructuración de la deuda con los tenedores de bono, afectaron la cotización de los instrumentos de financiamiento del país.
- El 6 de julio de 2020 se reestructuró la deuda con el grupo más grande de tenedores de bono. Dicha reestructuración contempla reducir la deuda en USD 1.514 millones, bajar la tasa de interés de 9,3% a 5,2%, ampliar el plazo de vencimiento por 10 años más y 5 años de gracia para pago de capital.
- El Gobierno Nacional estableció un mecanismo de bandas de precios, y ha puesto en debate medidas complementarias (como la monetización de activos o subida del IVA) las cuales, en conjunto con la Ley Orgánica para el Ordenamiento de las Finanzas Públicas y la reestructuración de la deuda, buscan alivianar las presiones de liquidez y solidificar la sostenibilidad del estado en el largo plazo.

- La polaridad entre sectores políticos frente a las posturas tomadas en la crisis, la alta tasa de desempleo, los escándalos de corrupción y la incertidumbre electoral configura un escenario de disgregación social en el país.

### Riesgo Sectorial: Bajo

- Es uno de los tres sectores más importantes del país; el cual aportó con el 9,44% del PIB en el 2019.
- La importancia de los combustibles para los sectores productivos del país, o su logística, configura un escenario de bajo poder de negociación para los clientes.
- El abastecimiento del producto proviene de la Empresa Pública Petroecuador, lo que le otorga a este proveedor un poder de negociación elevado. Existe regulaciones que evitan prácticas monopólicas por parte de estos.
- Las barreras de entrada en este mercado son altas por el elevado nivel de capital y márgenes de rentabilidad reducidos.
- Con respecto a las fuerzas competitivas del mercado de venta de combustibles líquidos, los clientes van desde industrias hasta transportistas, comerciantes y al público en general. La importancia de los combustibles para el funcionamiento de las actividades en los sectores productivos del país, o su logística, configura un escenario de bajo poder de negociación para los clientes.
- Se configura un escenario de pronta recuperación del sector por su estrecha relación con el grado de actividad comercial en el país.

### Riesgo de la Posición del Emisor y Garante: Bajo

- Mercado altamente competitivo con participantes posicionados y perspectivas de crecimiento conservadoras.
- Logística de abastecimiento, almacenamiento y distribución aseguran una permanente disponibilidad y un producto cercano al cliente.
- VEPAMIL posee una participación de mercado del 45% en combustibles, 8% en el segmento lubricantes y la empresa figura como uno de los principales proveedores de insumos industriales con una participación de 35% de mercado
- VEPAMIL S.A. cuenta con un departamento técnico dedicado a brindar soporte en levantamiento técnico en el área de combustibles, capacitación de personal operativo de combustibles en el taller central y asesoría en el control de inventarios a través de un buen manejo de Kardex.
- La principal línea de ingresos de la empresa es la de combustibles que representa en mayo 2020 el 88,24% de las ventas. VEPAMIL S.A. por su giro de negocio es una de las empresas del sector prioritario de la economía nacional, que no presentó para de actividades.
- Margen Bruto presentó una tendencia creciente del comparativo de mayo 2019 y 2020, en mayo de 2020 es de 5,76%. La cuenta EBITDA de los últimos 12 meses totalizó USD 3,17 millones, 6,17% más que el periodo anterior, dado por la reducción de costos y optimización de gastos.
- La eficiencia de la empresa en los 3 últimos periodos analizados viene dada por una mejor rotación de activos que en el año 2017 fue de 4,93 veces y en el 2019 de 5,18 veces El ROE de la empresa en el 2019 es de 13,50% y en mayo de 2020 de 13,29%.

### Riesgo Estructura Administrativa y Gerencial: Bajo

- Estrategia del negocio basada en la obtención de fidelidad de sus clientes a través de un servicio técnico especializado y cobertura a nivel nacional en todas sus líneas de negocio.
- La administración realiza reuniones periódicas de acuerdo con una programación establecida.

- Los procesos de VEPAMIL desarrollan sus operaciones regidos por certificaciones ambientales y de procesos que garantizan la responsabilidad de la empresa con la sociedad y con sus empleados.
- La empresa no tiene implementados políticas formales de buen gobierno corporativo, sin embargo están trabajando con una empresa consultora para formalizarlas.

### Riesgo de la Estructura Financiera: Muy Bajo

- Las Necesidades Operativas de Fondos de 2019 son de USD 18,68 millones con un decrecimiento de 13,55%, debido al decrecimiento de las cuentas por cobrar, inventario y cuentas por pagar a proveedores, originadas por el cambio ciclo de conversión de efectivo por el nuevo proveedor ENI. Se estima el decrecimiento para 2020 de 30,25% comparado con el año 2019.
- El promedio del Fondo de Maniobra históricamente del año 2018 al 2019 de la empresa es de USD 13,74 millones, para el año 2020 se proyecta un Fondo de Maniobra de USD 19,33 millones. De las proyecciones del 2020 al 2023 la empresa proyecta excedente de caja.
- En mayo de 2020, el nivel de apalancamiento (Activo/Patrimonio) es de 2,57 veces y se ubica sobre el promedio de la industria (2,53 veces), lo que evidencia un nivel de financiamiento por terceros. Este indicador ha presentado una mejora en relación con el promedio histórico que fue de 3,30 veces, es el resultado de que VEPAMIL S.A. a mayo 2020 solo cuenta con deuda en el Mercado de Valores.
- VEPAMIL S.A. presenta en mayo 2020 un indicador EBITDA/Gasto Financiero de 3,89 veces evidenciando capacidad para hacer frente al pago de los intereses de las deudas adquiridas, el promedio histórico del 2017 al 2019 de este indicador de la empresa fue de 2,89 veces.
- El indicador de DEUDA/EBITDA a diciembre 2019 es de 4,23 veces, en abril 2020 se ubicó en 2,54 veces. Evidenciando una mejora del indicador a causa de la mejora del EBITDA que maneja la empresa, por un mejor manejo de los gastos financieros al disminuir su nivel de endeudamiento y evidencia una mejora en sus flujos.
- La empresa presenta capacidad de generación de flujos para el pago sus obligaciones, con un Flujo de caja libre proyectado para 2020 totaliza USD 7,84 millones.

### Riesgo de Posicionamiento del Valor en el Mercado: Bajo

- El indicador de liquidez en mayo 2020 es de 2,71 veces evidenciando una mejora con el promedio histórico de la empresa del 2017 al 2019 que era de 2,12 veces. La recuperación de cartera de la empresa no ha presentado una variación significativa en el mes de mayo 2020 la empresa presentó una cartera vencida de 53,97%, el saldo de Cuentas por Cobrar a Relacionadas representó el 11,22% del total de la cartera.
- El indicador de prueba ácida ha presentado una tendencia creciente del año 2016 al 2019, pasando de 1,51 veces en el 2016 a 1,70 veces en el 2019, el promedio histórico es de 1,49 veces. Al corte de mayo 2020 el indicador es de 2,04 veces, mejor que su promedio histórico, esto se debe a que la empresa decidió mantenerse fuerte en tema de liquidez ante la pandemia y estar tranquilos en cuanto a las provisiones de efectivo.
- VEPAMIL S.A. en mayo 2020 cumple con la garantía general, y resguardos de ley.
- El monto no redimido de obligaciones en circulación representó en mayo 2020 el 26,73% de los Activos menos las deducciones, según lo establece la normativa. Dando cumplimiento a lo establecido en la normativa.

### **DESCRIPCIÓN DE EMISOR**

La compañía VEPAMIL S.A. , forma parte del Grupo Vepamil y se constituyó en noviembre 1990 e inicio su actividad comercial en 1993, tiene como objeto social la importación, exportación, venta,

distribución y comercialización de toda clase de combustibles, gasolina, bunker, diésel, kerex, gas, lubricantes y demás derivados del petróleo para el sector industrial, pesquero, etc.

VEPAMIL realizó un análisis sobre que aportes brindar a la industria ecuatoriana, aparte de combustibles y lubricantes, las cuales eran las líneas presentes en la compañía. Con este fin se encontró en 3M el aliado ideal y en 1994 obtuvo la representación para el sector industrial, comercio y electrónico.

3M líder mundial en tecnología diversificada, posee más de 65.000 productos para diferentes mercados. Entre las líneas de negocios principales están las siguientes: Empaques, Seguridad Industrial, Señalética, Automotriz, Construcción, Línea Médica, Consumo Masivo, Adhesivos, Abrasivos, Flexografía Petróleo, Cuidado Personal, etc. Desde el 2003, VEPAMIL es el líder comercial de ventas de esta marca en el país.

Con el fin de brindar un servicio completo e integral a la industria ecuatoriana se integró dentro de portafolio de productos la línea de Kimberly Clark Professional a finales del 2016. A lo largo del 2017 y 2018 VEPAMIL se ha convertido en el distribuidor y aliado más importante de Kimberly Clark Professional en Ecuador. La empresa al ser parte del sector prioritario, en la pandemia continuaron operando, en la línea de combustibles al 100% dado que sus principales clientes son industrias, en la línea de insumos industriales se incrementó la venta por los equipos y suministros de protección que ofrece lubricantes tuvo una operatividad del 85%, y en relación al personal administrativo continuaron sus actividades en modalidad de teletrabajo.

En mayo 2020, la empresa reportó un total de 110 empleados. Además, VEPAMIL S.A., obtuvo ventas de más de USD 51,45 millones, que representó un decrecimiento de ingresos del 16,69% comparado con mayo 2019. En diciembre 2019 los ingresos fueron de USD 147,54 millones una disminución de 0,85% comparado con el año 2018.

**Hechos Relevantes**

- En septiembre 2019 la empresa firmó un convenio con la marca italiana ENI, convirtiéndose en macro distribuidor de esa prestigiosa marca de lubricantes para todo el territorio ecuatoriano. A partir de esa fecha dejaron de ser distribuidores de la marca MOBIL.
- Po motivo de la emergencia sanitaria del COVID-19 la empresa ha comunicado que estuvo operativa, siendo su principal fuente de ingresos la comercialización de combustibles con clientes industriales.

**DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

*Tabla 1. Descripción de la Tercera Emisión de Obligaciones*

VEPAMIL S.A.	
Tercera Emisión de Obligaciones	
<b>Monto Aprobado de la Emisión</b>	Hasta USD 6.000.000
<b>Monto no Redimido</b>	USD 5.500.004
<b>Resolución de Aprobación</b>	SCVS-INMV-DNAR-2019-00003284
<b>Junta de Accionistas</b>	5/10/2018
<b>Títulos de las Obligaciones</b>	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
<b>Clase y Plazo de la Emisión</b>	Clase 1: 1.800 días
<b>Rescates Anticipados</b>	Podrán existir rescates anticipados totales o parciales a solicitud del emisor.
<b>Contrato Underwriting</b>	No contempla contrato de underwriting
<b>Tipo de Oferta</b>	Pública
<b>Sistema de Colocación</b>	Bursátil
<b>Tasa de Interés</b>	Clase 1: 8,00% fija anual.
<b>Agente Colocador</b>	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A.

(Cont.)

VEPAMIL S.A.	
<b>Agente Estructurador y Legal</b>	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A.
<b>Agente Pagador</b>	Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
<b>Tipo de Garantía</b>	Garantía General
<b>Amortización de Capital</b>	Clase 1: 9 pagos de capital de USD 250.000 pagados cada 180 días y un pago al vencimiento del título por el saldo de USD 3.750.000
<b>Pago de Interés</b>	Clase 1: 10 pagos de interés, pagaderos cada 180 días, conforme saldos de capital hasta completar plazo total del título.
<b>Destino de los Recursos</b>	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados en un 100% para sustitución de pasivos con terceros distintos a Instituciones Financieras y Mercados de Valores.
<b>Forma de Cálculo de Interés</b>	Base Comercial 30/360
<b>Representante de Obligacionistas</b>	ASESORSA S.A.
<b>Garantías Adicionales</b>	No

**Fuente:** VEPAMIL S.A.

**Elaboración:** C.R. SUMMARATINGS S.A.

De acuerdo con la normativa vigente<sup>1</sup>, los valores emitidos contarán con una Garantía General otorgada por VEPAMIL S.A.

### **MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN**

El instrumento está respaldado con garantía general por parte de VEPAMIL S.A. La relación porcentual del ochenta por ciento (80%) establecida deberá mantenerse hasta la total redención de todos los valores en circulación.

El 80% del total de Activos menos las deducciones de la normativa fueron de USD 12,06 millones (cupó de la emisión); evidenciando un nivel de cobertura de 2,19 veces sobre el saldo de capital de las obligaciones en circulación mientras que el indicador Activos libres de gravamen sobre el saldo en circulación es de 3,74 veces, cumplimiento ampliamente con lo estipulado en la normativa vigente.

#### *Procesos Legales Activos*

VEPAMIL S.A. en mayo de 2020 no tiene deudas con el SRI no registra deudas firmes, por concepto de deudas impugnadas o en facilidades de pago. Por otra parte, en el portal del Consejo de la Judicatura, no registra procesos legales como figura de demandado, pero registra seis procesos como figura de actor. Estos procesos judiciales no representan riesgos a futuro que puedan comprometer las operaciones normales de la empresa.

### **RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO**

#### ***Equilibrio Político e Institucional***

La emergencia sanitaria provocada por la pandemia COVID-19 (coronavirus), el complicado ambiente macroeconómico y político, la caída del precio del petróleo y la ruptura de los Oleoductos de Crudos Pesados han generado un constante deterioro en las calificaciones de riesgo soberano del Ecuador. En febrero del 2020, la calificadora de riesgos Moody's redujo la calificación soberana de "B3" a "Caa1" y la perspectiva de negativa a estable para el país. Entre los principales factores que se consideraron para la degradación se evidencia el limitado acceso a los mercados financieros internacionales, un calendario de amortizaciones de deuda por pagar "desafiante", y la resistencia que enfrenta el gobierno para realizar ajustes.

Debido a la rápida y creciente propagación del coronavirus, la emergencia mundial generó un deterioro "sin precedentes" en las perspectivas económicas mundiales; considerando que el Ecuador es uno de los países más afectados por la crisis, el 3 de abril del 2020 la calificadora emite una nueva

<sup>1</sup> Art. 162 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero

actualización de criterio con respecto a los riesgos soberanos. Moody's bajó la calificación de riesgos de "Caa1" a "Caa3" alegando: altas probabilidades de reestructuración de la deuda, estimaciones de decrecimiento económico, niveles históricos máximos de riesgo país, solicitudes adicionales de instrumentos de financiamiento rápido (FMI) y altas expectativas de pérdida para los inversores.

Por su parte, la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's degradó la nota de calificación soberana del Ecuador pasando de "B-" a "CCC-/C", posterior al anuncio de las autoridades del país de acogerse al "periodo de gracia" para atrasar el pago de intereses de los bonos 2022, 2025 y 2030. Además, se colocó a las calificaciones crediticias soberanas en "CreditWatch" (relacionado al riesgo adicional de una baja al nivel de incumplimiento selectivo) por la incertidumbre política, ya que algunos sectores de oposición solicitaron al gobierno suspender temporalmente el pago de la deuda.

Standard & Poor's luego del envío de "solicitud de consentimiento" a los tenedores de la deuda el 8 de abril de 2020, decidió el 13 de abril de 2020 rebajar una vez más la calificación de la deuda soberana de "CCC-/C" a "SD/SD", ya que el anuncio asegura casi por completo el no pago de los intereses pospuestos de los bonos 2022, 2025 y 2030 (dentro de los 30 días de plazo). La calificadora hace énfasis en que las presiones de liquidez siguen en aumento, y consecuentemente a aquello, las amplias necesidades de financiamiento presupuestal de Ecuador también se agudizan. Posterior al acuerdo entre los acreedores externos y el gobierno nacional para diferir en cuatro meses los próximos pagos, la calificadora Fitch rebaja la calificación de riesgos soberanos a "RD" (Default Restringido) el 20 de abril.

El Gobierno Nacional anunció el 6 de julio una importante reestructuración de la deuda con el grupo más grande de tenedores de bono. El Ejecutivo detalló que dicha reestructuración contempla reducir la deuda en USD 1.514 millones, bajar la tasa de interés de 9,3% a 5,2%, ampliar el plazo de vencimiento por 10 años más y 5 años de gracia para pago de capital. A pesar de este importante logro para aliviar las presiones de liquidez, el acuerdo en mención es insuficiente para alcanzar sostenibilidad en las finanzas públicas debido a la dependencia del petróleo, los pagos de intereses en el corto plazo, las disminuidas reservas internacionales y la incertidumbre política-electoral que atraviesa el país.

Tabla 2. Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador

Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador			
Línea de Tiempo	S&P	FITCH	MOODY'S
06/02/2020			La calificación de riesgos baja de B3 a Caa1
04/03/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de B a B-		
19/03/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de B- a CCC	
24/03/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de CCC a CC	
25/03/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de B- a CCC-/C		
03/04/2020			La calificación de riesgos baja de Caa1 a Caa3
09/04/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de CC a C	
13/04/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de CCC-/C a SD/SD		
20/04/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de C a RD	

Fuente: S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's  
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

### ***Perspectivas de Crecimiento y Ciclo Económico***

La proforma presupuestaria 2020 proyectaba una distribución de ingresos la cual corresponde el 7,64% a capital, 25,16% a financiamiento y 67,19% a ingresos corrientes. Los egresos correspondían a 8% a inversión, 13% a capital, 16% aplicación de financiamiento y el 63% a corrientes, asumiendo un precio del barril de petróleo de USD 51.

Bajo el nuevo escenario económico producto de la pandemia del coronavirus que trajo consigo una serie de eventos sistémicos adversos, los ingresos proyectados para este año se verán considerablemente afectados por la caída del precio del petróleo a niveles históricos y por la inminente reducción que existirá en la recaudación del IVA y del Impuesto a la Renta por la contracción económica. Según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), el Producto Interno Bruto decreció en 0,1% en el 2019, mientras que la demanda interna nacional presentó tasas negativas de variación desde el último trimestre del 2018 hasta el cierre del año 2019 (generadas principalmente por el decrecimiento significativo del gasto público y la formación bruta de capitales fijo).

Debido a una serie de sucesos externos al desenvolvimiento natural del dinamismo económico ecuatoriano en los últimos meses, las proyecciones de crecimiento se han reconfigurado. Dado que el Ecuador es uno de los países más afectados por la pandemia coronavirus (lo cual ha agravado sus necesidades económicas y modificado su planificación presupuestaria), la mayoría de las entidades internacionales y el gobierno nacional proyectan decrecimiento económico para el 2020. Goldman Sachs estima un decrecimiento del PIB del Ecuador de -7,5%, mientras que el gobierno estipula un decrecimiento más conservador al ubicar la estimación en -7%. El Banco mundial y el Fondo Monetario internacional también realizaron estimaciones en base al escenario reconfigurado y estipularon decrecimientos del Producto Interno Bruto en -7,4% y -6,30% respectivamente. Se estima que en caso de extenderse la emergencia sanitaria por más de dos meses el decrecimiento económico podría ser de -9,63%. Al momento, la economía ecuatoriana se encuentra en contracción y la incertidumbre económica impide realizar proyecciones de crecimiento en el largo plazo que indiquen la temporalidad o cambio del ciclo económico con certeza.

Los indicadores agregados guardan estrecha relación con los indicadores de rendimiento del sector productivo, el número de empresas a nivel nacional se redujo en promedio anualmente 1,5%; cifra conexas a la variación de la demanda nacional agregada. La concentración de las exportaciones en bienes, y no en servicios, aumenta la magnitud de la afectación en el sector externo provocada por el COVID-19. A pesar de que la gama de productos exportables ha aumentado, cerca del 80% de las exportaciones se sigue concentrando en petróleo y productos primarios tradicionales.

La reactivación del sector productivo y comercial se ha visto obstaculizada en los últimos trimestres por; afectaciones cercanas a los USD 821,68 millones producto del paro nacional ocurrido del 3 al 14 de octubre de 2019, la contracción de la demanda mencionada, caída del precio del petróleo, y la desaceleración sustancial de la actividad económica producto de la crisis sanitaria. La estructura económica también juega un papel fundamental al ser poco flexible, según el Reporte Competitividad Global, el Ecuador presenta una calificación de 49,6/141 puntos en el coeficiente de flexibilidad del mercado laboral. Debido a las restricciones de movilidad existentes a nivel nacional e internacional implantadas para detener el avance del coronavirus, el sector comercial y las empresas que dependen de insumos intermedios importados pueden tener afectaciones mayores.

### ***Equilibrio Externo y Balanza de Pagos***

Respecto a la cuenta corriente, esta presentó un valor negativo consolidado para el año 2019 de USD -78,7 millones, esta cifra se ve influida por el saldo negativo en la balanza de servicios y en la de renta. Por su parte, la cuenta de capital y financiera tuvieron un superávit de USD 83,6 millones y USD 73,2 millones respectivamente. Cabe indicar que al final del último trimestre del 2019 se producen salidas por pagos de deuda y la inversión extranjera se mantiene en bajos niveles en relación con el PIB, por



lo que el resultado de la cuenta de cuenta de capital y financiera continuará dependiendo del flujo de deuda adquirido. La razón "Cuenta Corriente/PIB" refleja una tendencia cíclica relacionada al crecimiento económico, presentando a finales del 2019 una razón de -0,07% (aumento de 1,33 puntos porcentuales con relación al 2018). Debido a la emergencia sanitaria del Covid-19 y sus efectos colaterales, las perspectivas de mejorar los indicadores del sector externo son reservadas.

A abril del 2020, el flujo de bienes y servicios de la economía con el sector externo dejó un saldo de USD 603 millones de dólares. La variación anual de -44,7% influye significativamente en el deterioro de todo el sector exportador, mismo que presentó una variación anual en abril de -11,2%. Por su parte, las exportaciones no petroleras presentaron una variación anual de 10,9% y los principales productos exportables sigue siendo el camarón, cacao, banano y madera. China se posiciona como el principal destino de exportación con exportaciones por USD 310 millones a abril del 2020. Al analizar históricamente la balanza comercial, se observa que se ha mantenido en términos generales su estructura en los últimos años.

El dinamismo del mercado petrolero se vio afectado por la paralización en la producción nacional (del 10 de abril al 8 de mayo de 2020) por la rotura de los oleoductos de transporte de crudo; así como las restricciones comerciales por la pandemia coronavirus que afectó tanto a estas exportaciones como a las no petroleras. Las exportaciones decrecieron a partir de marzo de 2020 y aumentó la falta de liquidez ya que se ha retenido un porcentaje importante de los pagos por diferimiento. La caída del precio del petróleo a niveles mínimos históricos asienta aún más las expectativas de temporalidad de la contracción económica, ya que este *commodity* tiene un peso importante en los ingresos del estado. El precio del barril WTI (precio de referencia para el petróleo ecuatoriano) presentó los siguientes promedios de precios mensuales en el último semestre:

*Tabla 3. Precio del Barril de Petróleo*

Fecha	Precio petróleo WTI (\$)
Junio 2020	38,31
Mayo 2020	28,56
Abril 2020	16,55
Marzo 2020	29,21
Febrero 2020	50,54
Enero 2020	57,52
Diciembre 2019	59,9

**Fuente:** The Economic Times

**Elaboración:** C.R. SUMMARATINGS S.A.

### **Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público**

En abril del 2020, la deuda agregada fue de USD 57,182 millones (59,2% del PIB). Los bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos concentran el mayor porcentaje de deuda interna (USD 12.819 millones), seguidos por obligaciones con el Banco de Desarrollo del Ecuador por USD 1,487 millones; mientras que la deuda externa tiene mayor concentración en bonos emitidos en mercados internacionales (USD 18.748 millones) seguida de las obligaciones con organismos internacionales (USD 11.957 millones). El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de problemas estructurales en las finanzas públicas.

Al tercer trimestre de 2019, el déficit del Presupuesto General del Estado (PGE) se ubicó en torno al -2,26% sobre PIB, pero se espera que el déficit al final del 2019 se haya establecido por encima del 3% dado los pagos que el gobierno tiene que incurrir en el último trimestre de cada año. Las necesidades de financiamiento para el 2020 ascenderían a USD 6.000 millones para amortización de deuda y USD 3.384 millones para cubrir el déficit fiscal, aunque dadas las actuales circunstancias las necesidades de financiamiento serían superiores a los USD 10.000 millones de dólares.

En el 2019, el Ecuador recibió financiamiento del FMI y otros organismos multilaterales<sup>2</sup> para solventar los problemas de la balanza de pagos en el corto plazo (USD 10.279 millones). El Fondo

<sup>2</sup> FMI= USD 4.209 millones; Banco Mundial= USD 1.744 millones; BID= USD 1.717 millones; CAF= USD 1.800 millones; FLAR= USD 280 millones; BEI= USD 379 millones; AFD= USD 150 millones.

Monetario Internacional aprobó el Acuerdo de Facilidad Extendida de Financiamiento (EFF) sujeto al compromiso de corregir las deficiencias de las finanzas públicas; sin embargo, debido a la resistencia política de algunos sectores sociales las correcciones no se han llevado a cabo. Coyunturalmente a la emergencia sanitaria, Ecuador se ha visto en la necesidad de ampliar su financiamiento y tomar acciones complementarias; por ello, el gobierno anunció que espera recibir financiamiento adicional por USD 4.645 millones y retendrá el pago de obligaciones del sector público en campos no relacionados a la emergencia.

Para mitigar los efectos negativos del ciclo económico el gobierno nacional anunció el 10 de marzo un recorte presupuestario adicional de USD 1.400 millones de dólares, de los cuales USD 800 millones son de bienes y servicios y USD 600 millones en bienes de capital; además, se reportó la eventual eliminación de 16 instituciones gubernamentales, aportación salarial de los servidores públicos y un incremento del 0,75% a las retenciones de la fuente de impuesto a la renta en las empresas. Es menester recalcar la intención de concesionar la Refinería de Esmeraldas y La Libertad debido al elevado nivel de inversión necesario para el correcto funcionamiento de las mismas; así como problemas operativos relacionados. Se planea una importante monetización de activos del estado (CNT, Banco del Pacífico y Sopladora). Para el presente año el Ministerio de Finanzas presupuestó USD 2.000 millones por concesión de dichos activos; sin embargo, los procesos han presentado dificultades para llevarse a cabo por la complejidad técnica de los mismos.

Las necesidades de liquidez creciente obligan al Gobierno Nacional a poner sobre la mesa medidas complementarias para el alivio fiscal. Entre las opciones que se barajan está la subida de dos puntos porcentuales del IVA, esta medida afectaría a los deciles más bajos de la población; sin embargo, en la mayoría de la población el impacto en el costo de vida sería poco significativo. La resistencia política y social dificulta la ejecución de estas medidas reformativas, así como la necesidad de ejecutar un plan de compensación a los sectores más vulnerables en caso de aplicar el incremento.

La caída del precio del petróleo ha proyectado además la necesidad urgente de reestructurar los mecanismos de subsidios a los combustibles hacia un manejo más eficiente de los mismos. Dada la volatilidad de los precios del WTI y BRENT el gobierno ha establecido un mecanismo de bandas de precios, orientado a minimizar el impacto negativo de las fluctuaciones de los precios internacionales de los derivados de los hidrocarburos en los precios a los consumidores. Con este mecanismo el Gobierno Nacional podría liberar una cantidad importante de recursos si el precio del petróleo se mantiene en niveles bajos. Adicionalmente, se espera que con la Ley Orgánica para el Ordenamiento de las Finanzas Públicas aprobada recientemente se pueda reestructurar el presupuesto general del Estado y optimizar los gastos del Gobierno Central; además de fortalecer mecanismos de límite de endeudamiento, buscando la sostenibilidad financiera en el largo plazo.

### ***Equilibrio del Sistema Financiero y Monetario***

Las reservas internacionales del Banco Central fueron de USD 2.860 millones en abril del 2020, lo que significó una variación mensual del 44%. El nivel de cobertura de los requisitos de reserva de las instituciones financieras se posiciona entre los niveles más bajos desde que el Ecuador se dolarizó. Esta disminución es producto de las necesidades de liquidez crecientes para afrontar la emergencia sanitaria y el pago de capital e intereses de los bonos soberanos 2020. El panorama actual deteriora la capacidad del país para generar y acumular activos externos netos,

A diciembre de 2019, la inflación anual cerró en -0,07%, dicha cifra es el reflejo del debilitamiento de la demanda interna. Cabe indicar que, como consecuencia de la dolarización, el país ha experimentado periodos de baja inflación, esto ha favorecido la planificación contable de los agentes económicos y a la estabilidad del sistema financiero. El Ministerio de Economía y Finanzas proyectó una inflación de 0,84% al final del 2020. La inflación anual en mayo 2020 fue de 0,75%.

El acceso a los mercados financieros se ha visto deteriorado por el aumento del “riesgo país” a niveles máximos históricos y la degradación de la calificación de los bonos soberanos. El riesgo país mensual

promedio fue de 3.287 puntos en junio de 2020, situándose como el riesgo más alto de la región en este periodo. Las causales del aumento de este indicador son la caída del precio del petróleo y el incremento de las necesidades de liquidez para afrontar el coronavirus. Cabe destacar que posterior al anuncio del acuerdo de reestructuración de la deuda del 6 de julio el riesgo país a 2.760 puntos

## **RIESGO SECTORIAL**

### ***Fuerzas competitivas del sector***

El sector comercial es muy heterogéneo y en muchos subsectores las necesidades de capital son bajas. Es uno de los tres sectores más importantes del país; el cual aportó con el 9,44% del PIB en el 2019. En la ENEMDU, a diciembre del 2019, el comercio participó con el 17,9% del total de empleos a nivel nacional (el segundo sector de mayor empleabilidad), en comparación al 18,1% registrado en diciembre del 2018.

VEPAMIL S.A. se enmarca en la industria de “Venta al por mayor de petróleo crudo” (CIIU G4661.01); misma que registró 64 empresas con actividad comercial en el 2020. Analizando la estructura y composición del subsector en el periodo en mención se evidencia una concentración moderada por ingresos.

Con respecto a las fuerzas competitivas<sup>3</sup> del mercado de venta de combustibles líquidos, los clientes van desde industrias hasta transportistas, comerciantes y al público en general. La importancia de los combustibles para el funcionamiento de las actividades en los sectores productivos del país, o su logística, configura un escenario de bajo poder de negociación para los clientes.

El abastecimiento del producto proviene casi en su totalidad de la Empresa Pública Petroecuador, lo que le otorga a este proveedor un poder de negociación elevado. Cabe recalcar que debido a la composición en mención del subsector, existe normativa para evitar distorsiones de mercado provenientes de prácticas monopólicas por parte de los proveedores. Adicionalmente, factores como la fluctuación de los precios internacionales del crudo WTI, la demanda de petróleo de Estados Unidos y las tensiones comerciales entre países miembros de la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo), afecta a toda la cadena productiva y genera variaciones en el poder de negociación de las empresas distribuidoras de combustibles con los proveedores<sup>4</sup>.

Las barreras de entrada en este mercado son altas: economías de escala, un alto nivel de capital de trabajo, las fuertes regulaciones por parte del Gobierno y las limitaciones en los márgenes de rentabilidad reducen la entrada de nuevos competidores en el mercado. La amenaza de productos sustitutos es baja, si bien existen otras fuentes alternas como: la energía solar, eólica y el biocombustible, su implementación tiene un alto costo de transición.

Finalmente, el grado de rivalidad se ve impulsado en este mercado por una alta similitud entre los competidores, la falta de diversidad en los productos y el nivel de subsidio a los derivados, generando un juego de suma cero, es decir que la elección de los usuarios depende únicamente del precio, ubicación, los servicios y las ventajas que brindan las comercializadoras de combustible<sup>5</sup>.

### ***Factores cíclicos y de crecimiento del sector***

El sector de comercio presenta dependencia del ciclo económico por su elevado nivel de correlación con el consumo de los hogares, inversión de las empresas y gasto público. Las restricciones comerciales que muchas veces se suelen tomar como medida de protección a ciertas industrias,

---

<sup>3</sup> Las fuerzas competitivas de Porter es un modelo estratégico mundialmente conocido para evaluar el nivel de competencia dentro de una industria, se analiza: el poder de negociación de los proveedores, el poder de negociación de los clientes, la amenaza de productos sustitutos amenaza de nuevos competidores y rivalidad entre los competidores.

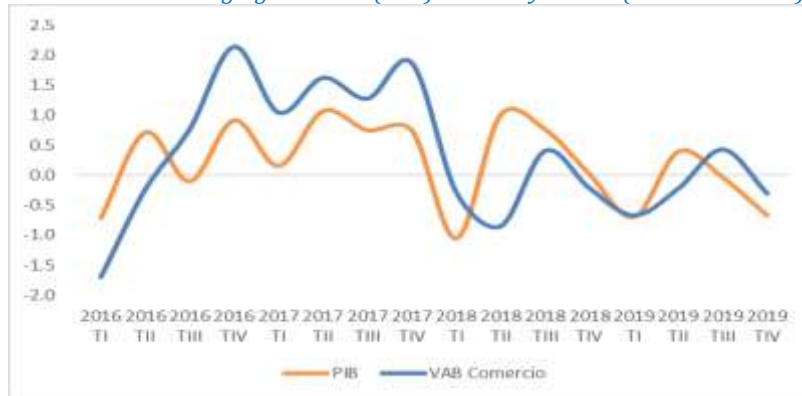
<sup>4</sup> MarketLine Global InduRep, Global – Consumidores de Energía; Julio 2018

<sup>5</sup> Reporte del Sector Petrolero IV Trimestre de 2018

terminan afectando al sector comercio ya que se limita el dinamismo de intercambio de bienes con el exterior.

Desde el año 2016 al 2019, la tasa de crecimiento del Valor Agregado Bruto (VAB) del Comercio y el PIB se encuentran estrechamente correlacionadas, mostrando un grado de ciclicidad elevado (mayor crecimiento en los primeros trimestres del año). En el 2019 el PIB decreció en -0,1%, mientras el sector presentó una tasa de decrecimiento de -0,9%; cifras condicionada principalmente por la contracción de la demanda en dicho periodo.

Gráfico 1. Crecimiento del Valor Agregado Bruto (VAB) sectorial y del PIB (dólares del 2007)



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Para finales de 2018, considerando las 10<sup>6</sup> empresas dentro de la actividad de VEPAMIL S.A., las ventas del sector totalizaron USD 1,732 millones y presentando una variación de 12,30%. El EBITDA fue de USD 37,80 millones y evidenciando una tendencia creciente respecto al periodo anterior (14,38%). El indicador de rendimiento EBITDA/Ventas para 2018 fue de 2,18% mayor al de 2017 (2,14%).

Tabla 4. Indicadores Generales

Año	Ventas Miles USD	Δ% Ventas	EBITDA	Δ% EBITDA	EBITDA/Ventas (%)
2016	1.376.432	-	27.373	-	1,99%
2017	1.543.032	12,10%	33.055	20,76%	2,14%
2018	1.732.870	12,30%	37.808	14,38%	2,18%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El sector comercial ha sido uno de los más afectados por la crisis sanitaria, ya que las ventas de productos no asociados a necesidades de primer orden se suspendieron de manera total o parcial.

Las presiones de liquidez de los agentes económicos por el deterioro de los ingresos, y las restricciones de movilidad de mercancías a nivel nacional e internacional podrían afectar negativamente a las expectativas de compra de nuevos vehículos automotrices (factor directamente ligado al crecimiento del sector de ventas de combustibles).

Pese a los factores que han generado un shock negativo en el sector de la venta de combustibles y derivados, el posicionamiento de este como motor fundamental para la mayoría de las actividades productivas del país configura un escenario de pronta recuperación (directamente proporcional al grado de reactivación económica).

<sup>6</sup> Se tomaron en consideración empresas registradas con el mismo CIJU que la empresa en análisis: G4661.01 Venta al por mayor de petróleo crudo. Listado: PRIMAX COMERCIAL DEL ECUADOR SOCIEDAD ANONIMA, TERPEL-COMERCIAL ECUADOR CIA.LTDA., PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., LUTEXSA INDUSTRIAL COMERCIAL COMPAÑIA LIMITADA, CORPETROLSA S.A., VEPAMIL S.A., MASGAS S.A., CEPESA S.A., OCEANOIL S.A, TOTAL COLOMBIA S.A.S.

### ***Análisis de las principales regulaciones del sector***

Las empresas que comercializan derivados del petróleo (gasolina, diésel, gas licuado) se enfrentan a una alta regulación por parte del Gobierno, alta volatilidad de los precios internacionales del crudo y a los acuerdos de cuotas de producción entre los países miembros de la OPEP.

La Agencia de Regulación y Control Hidrocarburífero (ARCH) es la responsable del control de los establecimientos de venta de combustibles y de imponer sanciones en caso de incumplimiento de la normativa vigente en relación con los hidrocarburos o de incumplimientos de contratos.

En abril del 2019, el gobierno mediante el Decreto Ejecutivo 724 libera los precios del gas natural, gas natural comprimido y gas natural licuado, distinto al GLP doméstico. El precio de estos gases se fijará de acuerdo con la oferta y demanda del mercado y serán comercializado en millones BTUs (unidad térmica británica) más impuestos aplicables.

El 15 de marzo de 2020 el Ministerio de trabajo expidió la resolución MDT-2020-077 en donde se estipulan disposiciones referentes a la coyuntura laboral para enfrentar el covid-19. Entre los planteamientos del 15 de marzo se menciona: suspensión de la jornada laboral para las empresas que no puedan efectuar teletrabajo, modificación de la jornada laboral, reducción emergente de la jornada laboral y adopción de medidas de prevención. La pandemia del coronavirus ha obligado la paralización de actividades comerciales distintas a las relacionadas con los sectores productivos esenciales, motivo por el cual el sector de la venta de combustibles no sufrió paralizaciones significativas. Existe expectativa sobre posibles cambios en los mecanismos de asignación del subsidio a los combustibles.

El 19 de mayo de 2020 el Presidente de la República emite el Decreto Nro. 1054 en el cual reforma el reglamento de regulación de precios derivados de petróleo, en el cual se maneja precios internacionales con fluctuación de bandas para el nuevo sistema de comercialización de combustibles.

### **RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE**

VEPAMIL S.A. se constituyó el 17 de septiembre de 1990 e inscribió en el Registro Mercantil el 23 de octubre del mismo año.

#### ***Posición Competitiva del Emisor***

Con más de 25 años de experiencia en el mercado, VEPAMIL S.A. en su línea de combustibles actualmente los principales competidores son: TERPEL COMERCIAL ECUADOR. En la línea de lubricantes compiten con la marca KENDALL, TEXACO y SWISS OIL.

Las ventajas comparativas y competitivas son:

- VEPAMIL ofrece a sus clientes además de la venta y transporte de combustible, un servicio técnico especializado lo cual le ha valido para ganarse la fidelidad de sus clientes.
- Marcas posicionadas en el segmento alto del mercado por el valor agregado que VEPAMIL agrega a sus productos.
- Amplio portafolio de productos que cubren la totalidad de las necesidades de lubricación de la industria y de los consumidores.
- Soporte tecnológico de ingeniería y laboratorio.
- Logística de abastecimiento, almacenamiento y distribución que aseguran permanente disponibilidad y un producto cercano al cliente.
- Cuenta con Certificación de integridad de producto (Distributor Product Integrity Management), Certificado de calificación de proveedores Lógica código 99211 y Licencia Ambiental (MAE)

#### ***Principales Competidores***

En el segmento en el que se desenvuelve VEPAMIL S.A. con sus tres principales líneas de negocio: Combustible, Lubricante, Insumos Industriales existen otras empresas que compiten en el mercado nacional.

- En combustible la empresa tiene una participación del 45% del segmento industrial, siendo el principal competidor Comercializadora Segmento Industrial “Terpel Comercial Ecuador”, la ventaja competitiva de VEPAMIL S.A. en este segmento es ser la única comercializadora con licencia ambiental que cubre desde la carga del producto en terminales hasta la entrega de tanques de los clientes, tanto en transporte terrestre como marítimo, cuanta con personal propio en terminal Petrocomercial y oficinas a nivel nacional.
- En lubricantes la participación de mercado es de 8% compitiendo con la marca Kendall en el negocio B2C(9%) y con las marcas Texaco y Swiss Oil en el negocio B2B(12%), la ventaja competitiva de VEPAMIL S.A. en este segmento es contar con un amplio portafolio de productos que cubren la totalidad de las necesidades de lubricación de la industria y de los consumidores y cuentan con un recurso humano capacitado, entrenado con amplia experiencia en la construcción de soluciones para los clientes.
- En insumos industriales presenta el 35% de los productos comercializados.

Los productos derivados y comercializados por VEPAMIL mantienen su posicionamiento entre los consumidores. Dentro de este mercado la concentración de mercado de los participantes más fuertes es representativa, entre los líderes concentran una importante participación de mercado. Estos factores se constituyen en fuertes barreras de entrada para que nuevos competidores en la industria entren al negocio o capten participación.

La amenaza de productos sustitutos es baja, debido principalmente a que no existen productos cercanos que puedan sustituir al combustible al menos en el corto plazo. El riesgo asociado a este factor viene dado por la migración de los clientes hacia otros competidores.

**Principales Clientes**

Los principales clientes son compañías ecuatorianas , su participación en las ventas presentan una concentración, los 5 principales clientes presentan el 73,93% de participación de las ventas. El principal cliente de la empresa tuvo una participación del 31,45% luego de este cliente, el segundo principal cliente es la empresa relacionada ABATANGELO S.A. que representa el 15,53% y cuyo objeto social es la importación, exportación, distribución, compraventa comercialización de combustibles, gasolina, diesel, etc.

Respecto a la política de cobranzas, VEPAMIL S.A. posee un manual de crédito y cobranza que tiene como finalidad establecer lineamientos a seguirse para la adecuada concesión de créditos a clientes y que la gestión de recuperación de cartera se efectúe apropiadamente con el debido análisis, autorización y respaldo de cada transacción.

La política de crédito establece plazos distintos para cada línea de negocio:

- **Combustibles:** Se vende de contado y con plazos que van desde los 5 hasta los 30 días, en casos muy excepcionales.
- **Lubricantes:** Se vende a crédito con plazos de 30 y 60 días.
- **Insumos Industriales:** Se vende a crédito a 30, 45 y 60 días.

*Tabla 4. Clientes*

Cliente	% Participación 2019	% Participación may-2020
INDUSTRIAL PESQUERA	29,96%	31,45%
ABATANGELO S.A.	13,41%	15,53%
PAPELERA NACIONAL S.A.	7,30%	10,47%
PRODUMAR S.A	7,30%	8,86%
CARTONES NACIONALES S.A.I -CARTOPEL	7,46%	7,62%

(Cont.)

Cliente	% Participación 2019	% Participación may-2020
PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS C	6,47%	6,68%
HERDOIZA CRESPO CONSTRUCCIONES S.A.	10,39%	6,59%
COMPAÑIA DE ELABORADOS DE CAFE EL	5,93%	5,13%
DERIPETROL S.A.	5,82%	4,51%
ACERIA DEL ECUADOR CA ADELCA	5,96%	3,15%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Las cuentas incobrables, luego de pasar por la etapa de cobranza de primera instancia, se deriva al departamento legal de la empresa para su gestión. VEPAMIL S.A. no tiene un monto significativo de cuentas incobrables.

### Principales Proveedores

La cartera de proveedores de VEPAMIL S.A. posee una concentración del 48,83% en la EMPRESA PUBLICA DE HIDROCARBUROS DE ECUADOR, esta es una empresa estatal que se encarga de producir e importar el combustible por lo que el riesgo asociado a la dependencia de este proveedor es bajo ya que es el principal proveedor a nivel nacional de combustible. Su dependencia con este proveedor disminuyó en 31.82% del año 2018 al 2019 en consecuencia de que en septiembre 2019 la empresa firmo un convenio con la marca italiana ENI, convirtiéndose en macro distribuidores en territorio ecuatoriano para la nueva línea de lubricantes.

En cuanto a proveedores, VEPAMIL S.A. posee una política de compras y cuentas por pagar cuya finalidad es establecer los pasos a seguir en la adquisición de bienes y servicios necesarios para el desarrollo de las actividades de la compañía. De preferencia las compras de bienes y servicios no se efectuarán al contado, procurando obtener créditos de al menos 30 días.

La empresa cuenta con una política de control interno para la aprobación, registro y pago de todas las cuentas por pagar.

Tabla 5. Proveedores

Proveedor	% Participación 2019	% Participación may-2020
EMPRESA PUBLICA DE HIDROCARBUROS DE	55,49%	48,83%
ENI ECUADOR S.A.	16,29%	26,16%
3M ECUADOR C.A.	4,51%	7,69%
LUTEXSA INDUSTRIAL COMERCIAL CIA. L	12,02%	7,90%
KIMBERLY-CLARK ECUADOR S.A.	7,47%	6,51%
GENERAL MOTORS DEL ECUADOR S.A.	0,00%	0,36%
INDECAUCHO CIA. LTDA.	0,30%	0,32%
ITALCAUCHOS CIA. LTDA.	0,00%	0,17%
OTROS PROVEEDORES	3,93%	2,06%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

### Perspectivas de Crecimiento de Ventas del Emisor

Los principales productos y servicios que ofrece VEPAMIL se derivan de sus principales líneas de negocios:

- **Línea de combustibles:** La comercializadora de combustibles VEPAMIL S.A. es líder en el abastecimiento de combustibles en el sector industrial y naviero privado y público a nivel Nacional; cuenta con una infraestructura que le permite atender a sus clientes en forma oportuna y permanente, además proporciona asesoramiento técnico.

- **Línea de lubricantes:** Distribución de lubricantes atendiendo los mercados B2B y B2C soportados con producto de última tecnología y propuestas de valor agregado con base en la generación de ahorros y en la construcción de programas de mantenimiento preventivo y predictivo.
- **Línea de seguridad industrial:** Asesoría Técnica y Comercialización de productos industriales e institucionales consumibles como equipos de protección personal, adhesivos industriales, insumos de limpieza y aseo personal.

De la estructura de ingresos de la empresa, el 87% corresponde a la venta de combustibles. La estrategia de la empresa es servir a la industria y al consumidor ecuatoriano, proporcionando soluciones integrales para enfatizar sus procesos y necesidades. Esto lo realizan poniendo a disposición de los clientes un portafolio de productos premium, acompañado de servicio técnico de primer nivel.

La disminución de las ventas se da por la línea de combustibles que presentó una disminución en el volumen de negocio de 15%, por la disminución de consumo país y la fluctuación de los precios m

*Tabla 6. Estadística de Ventas por Líneas de negocio (cifras en miles)*

Línea de Negocio	May-19 (12 meses)		2019		May-20 (12 meses)	
	USD	%	USD	%	USD	%
Combustibles	126.608	86,36%	125.880	87,02%	118.064	87,78%
Tres M y IKCP	7.746	5,28%	7.638	5,28%	8.164	6,07%
Lubricantes y TBAS	12.244	8,35%	11.134	7,70%	8.192	6,09%
Filtración	0	0,00%	3	0,00%	78	0,06%
<b>Total</b>	<b>146.599</b>	<b>100,00%</b>	<b>144.656</b>	<b>100,00%</b>	<b>134.497</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Históricamente la empresa se especializó en línea de combustible, contando con un programa de garantía de abastecimiento del combustible en función del consumo declarado por catastro a la ARCH y la capacidad de almacenamiento de la tanquería de combustible en el punto de operación de la industria, logrando de esta manera, mantener al máximo el stock de almacenamiento disponible para operar. Selección de una flota exclusiva de transporte de combustible desde las distintas terminales, destinadas solo al abastecimiento de la industria.

VEPAMIL S.A. alcanzó un cumplimiento de ingresos del 98.64% en relación con lo proyectado en el Prospecto de Oferta Púbcico y superó la utilidad neta proyectada en 1,17 veces, estos resultados se dan por la disminución de los gastos operativos y gastos financieros. Para el 2020 la proyección de ventas de la empresa es de USD 137 millones, como consecuencia del ajuste del presupuesto por el Covid-19, de acuerdo a las ventas acumuladas a mayo 2020 por USD 51,45 millones la empresa la empresa estaría por debajo del cumplimiento del presupuesto con 0.04 p.p.

### **Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio**

*Tabla 7. Eficiencia y Rentabilidad del Negocio.*

Indicadores		Promedio Industria		VEPAMIL S.A.		
		2017	2018	may-19	2019	may-20
Días de cartera	d	36	39	39	40	38
Días de inventario	d	19	15	22	19	17
Días de proveedores	d	20	23	16	19	23
Ciclo de conversión de efectivo	d	35	31	45	39	32
Utilidad/Ventas	%	0,80%	0,83%	0,78%	0,93%	1,01%
Ventas /Activo	%	548,54%	566,25%	531,47%	517,99%	514,12%
Margen Bruto / Venta	%	6,71%	6,54%	5,33%	5,76%	5,84%



(Cont.)

		2017 C	2018 C	may-19	2019	may-20
ROA	%	4,38%	4,70%	4,16%	4,79%	5,18%
ROE	%	11,88%	11,88%	12,38%	13,50%	13,29%

\*Información interanual acumulada 12 meses

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

La empresa presenta días de recuperación de cartera superior a la competencia, a su vez mejoro su recuperación pasando de 45 días en el 2017 a 40 días en el 2019, esto es por la política de crédito que maneja con sus clientes nacionales. En mayo 2020 la recuperación de cartera se da en 38 días.

La rotación de inventario en promedio de los 3 últimos años fue de 22 días, la empresa disminuyó los días de rotación de inventario, mejorando el ciclo de conversión de efectivo del año 2019 que fue de 39 días. El ciclo de conversión de efectivo mejoro en el corte interno de mayo 2020, presentando un indicador de 32 días, estos resultados son como consecuencia de la política de pago a proveedores por el nuevo proveedor ENI. Los indicadores presentados proyectan a la empresa en una situación favorable, cuentan con capacidad para generar flujos operativos y con liquidez para cumplir con sus obligaciones en el corto plazo.

La variación del ciclo de conversión de efectivo se origina por la incorporación del nuevo proveedor ENI, en virtud que ahora manejan un inventario consignado, cambio en la política de pago, brindado a la empresa una posición favorable en la línea de lubricantes al tener un mayor capital de trabajo.

En este sentido de acuerdo con el curso normal de sus negocios la compañía ha identificado los principales riesgos operativos, tales como riesgos financieros y riesgos en sus actividades operativas las cuales están involucradas con el manejo de materia prima inflamable. Con el objetivo de mitigar los riesgos operativos, VEPAMIL S.A. cuenta con pólizas de seguro que cubren los ramos de: Robo y asalto, Incendio y líneas aliadas, Equipo Electrónico, Equipo y maquinaria de contratistas, Accidentes Personales, Transporte y seguro de Vehículos.

Analizando la capacidad de generación de beneficios por parte de la empresa se analizan distintos indicadores de rentabilidad, de los cuales la empresa presentó un indicador de Utilidad Neta/Ventas es similar a la competencia en los últimos periodos evaluados. En el año 2019 el Margen Bruto/Ventas se deterioró pasando de 7,01% en el año 2018 a 5,76% en el año 2019, en mayo 2020 el margen bruto es de USD 2,82 millones un decrecimiento del 14,53% comparado con mayo 2019, estos resultados se dan porque las ventas decrecieron en un 16,69% comparando mayo 2019 con 2020.

La Utilidad Operativa de la empresa al mes de mayo 2020 es de USD 771 mil, un decrecimiento de 35,65% comparado con mayo 2019, estos resultados se dan por la disminución del ventas y el crecimiento de la depreciación. La empresa ha presentado una tendencia decreciente en la utilidad operativa, en el mes de diciembre 2019 el margen operativo fue de 2,34% en relación con las ventas y en mayo 2020 el indicador es de 1,50%.

El ROA de VEPAMIL S.A. en diciembre 2019 fue de 4,79%, en el año 2018 fue de 3,19% inferior al promedio de la industria que presentó un ROA de 4,70%, al mes de mayo 2020 es de 5,18% presentando una tendencia creciente en la mejora de este indicador.

El ROE de la empresa en diciembre 2019 fue de 13,50%, presentando un crecimiento comparado al 2018 que fue de 11,53%. En mayo 2020 se ha visto una mejora del indicador, como consecuencia de la reducción de los gastos financieros de la empresa, presentando una mejor utilidad neta del ejercicio. La eficiencia de la empresa en los 3 últimos periodos analizados viene dada por una mejor rotación de activos que en el año 2017 fue de 4,64 veces y en el 2019 de 5,18 veces. También se denota una mejora en el indicador de margen neto.

## **RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL**

### ***Evaluación de la Administración y Gobierno de la Corporación***

La empresa cuenta con un capital suscrito y pagado de USD 2 millones, cuenta con dos accionistas, donde la participación mayoritaria la posee HISPANOGROUP S.A. con una representación de 99,99% del capital total y cuyos principales accionistas son Cecilia Irene Arosemena de González (Panamá), HISPANA HOLDINGS SOCIEDAD ANONIMA (Costa Rica), los tres accionistas restantes son los hermanos Romero Prado.

La empresa HISPANOGROUP S.A. se dedica a actividades de sociedades de cartera, es decir, unidades tenedoras de activos de un grupo de empresas filiales (con participación de control en su capital social) y cuya actividad principal consiste en la propiedad del grupo, las sociedades de cartera clasificadas en esta clase no suministran ningún otro servicio a las empresas participadas, es decir, no administran ni gestionan otras unidades.

En lo que refiere a empresas vinculadas, los dos accionistas presentan vinculación con empresas del Grupo Vepamil. Adicionalmente, se presentan préstamos de origen comercial con ASESOFICOM S.A, EXPODELTA S.A, y OCEANBAT S.A.

VEPAMIL S.A. no posee participación accionaria otras empresas.

Los principales administradores de la empresa son el Señor Federico Weber Suarez de nacionalidad ecuatoriana como Gerente General de la empresa y una experiencia de 3 en la empresa. El Gerente Financiero y el Gerente de Línea de Insumos Industriales tienen mas de 11 años de experiencia en la empresa.

### ***Gobierno de la Corporación***

La empresa no registra obligaciones patronales en mora, ha cumplido con sus obligaciones tributarias hasta mayo 2020 y no registra deudas en firme.

La empresa no cuenta con un plan de gobierno corporativo, sin embargo, en sus estatutos se mencionan cuáles son las facultades de los principales administradores. Adicionalmente, la vinculación empresarial existente permite ejecutar políticas correctas enfocadas a la especialización y mejora de la calidad.

VEPAMIL S.A. se caracteriza por tener una estructura corporativa ordenada y piramidal, la junta de accionistas tienen carácter obligatorio de manera anual. El departamento de RRHH coordina con cada jefe de área el plan de capacitación anual del personal. Cada línea de negocio tiene su propia estructura comercial y operativa, las cuales se reúnen periódicamente para analizar la eficiencia en sus operaciones y el cumplimiento del plan comercial. El área administrativa y de control es consolidada para todas las líneas de negocio y tiene también reuniones mensuales, trimestrales y anuales.

### ***Política y Estrategia Corporativa***

En el año 2020 la estrategia corporativa de la empresa es servir a la industria y al consumidor ecuatoriano, proporcionando soluciones integrales para enfatizar sus procesos y necesidades. Esto lo se realiza por el plan de negocio de cada línea (combustibles, lubricantes e insumos industriales). Los ejes estratégicos son el cumplimiento de metas comerciales, eficiencia en servicio al cliente, ética en gestión administrativa y comercial, responsabilidad social y control administrativo y financiero.

- Mantener los insumos industriales Premium, manteniendo sus estándares de calidad.
- Enfocarse en el plan de mercadeo de la línea de lubricantes.

En relación con el cumplimiento de los objetivos estratégicos del 2019, VEPAMIL S.A. detalla su cumplimiento de cada una de las líneas de negocio:

- Líneas combustibles, no se cumplió el objetivo de crecimiento de volumen, principalmente por la afectación en dos industrias:
  - Generación Eléctrica: el 100% de la generación eléctrica en el 2019 fue por medio de centrales hidroeléctricas. No se consumió combustibles.
  - Construcción: Se terminaron varias obras grandes y el volumen de consumo no fue reemplazado por obras nuevas de nuevos clientes.
- Línea de Insumos Industriales, no se logró alcanzar el objetivo en ventas principalmente porque la empresa decidió ser conservador al observar el comportamiento crediticio general del país. Enfocándose en concentrar las ventas en los clientes más fuertes y no contemplar a clientes que podrían presentar algún riesgo de cartera futuro.
- Línea Lubricantes, en el 2019 dio un giro importante al dejar la marca Mobil y tomar la distribución de la marca ENI. Tienen alta expectativa con esta marca, que esta asociada a la misión corporativa de la empresa que es ofrecer productos de primer nivel a los clientes.

Por las condiciones detalladas, VEPAMIL S.A. respecto al cumplimiento de las proyecciones de ventas del año 2019, alcanzó un 98,64%, pero supero su utilidad operativa proyectada en 1,17 veces.

Las perspectivas para el 2020, son conservadoras se proyecta ingresos de USD 137 millones una reducción del 6,69% comparado con el 2019.

*Responsabilidad Social*

No poseen proyectos de responsabilidad social.

**RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA**

Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A., realizó el análisis del riesgo de los estados financieros auditados por la firma Moore Stephens & Asociados Cía. Ltda. para los años 2016, 2017 y por la firma C&R Soluciones Empresariales S.A para el 2018. Adicionalmente, se utilizó información interna de la empresa VEPAMIL S.A. con corte al 31 de diciembre de 2019, y los estados financieros internos del emisor.

*Mencionamos que los estados financieros internos fueron proporcionados por el Emisor para usarlos en el proceso de análisis de la calificación de riesgo, estos deben cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, señalando que el Emisor es el responsable que la documentación entregada a la Calificadora de Riesgo sea idéntica a la presentada a los organismos de control, sin perjuicio hacia la Calificadora de que se hallare diferencia entre la información entregada para la evaluación y la presentada al ente de control, asumiendo el Emisor el compromiso de entregar información verídica.*

*Tabla 8. Resumen Financiero, expresado en miles.*

Periodo	Industria	2017	2018	May19*	2019	May20*	PROMEDIO 2017-2019
Activo	30.514	27.715	32.087	27.887	27.887	28.482	26.692
Pasivo	18.451	19.748	23.208	18.525	18.525	18.374	16.294
Patrimonio	12.063	7.967	8.879	9.362	9.362	10.108	10.398
Ventas	172.783	136.555	148.795	148.209	148.209	147.537	137.233
Margen Bruto	11.303	8.776	10.427	7.905	7.905	8.491	8.013
EBITDA	3.781	2.978	3.630	2.983	2.983	3.577	3.167
EBIT	3.004	2.895	3.526	2.877	2.877	3.450	3.023
EAT (Utilidad o Pérdida del periodo)	523	731	1.024	1.159	1.159	1.365	1.382
Utilidad/ Venta	0,83%	0,54%	0,69%	0,78%	0,78%	0,93%	1,01%
Ventas / Total Activos	5,66	4,92	4,63	5,315	5,31	5,18	5,14
Total Activos / Patrimonio	2,53	3,48	3,61	2,98	2,98	2,82	2,57
ROA	4,70%	2,64%	3,19%	4,16%	4,16%	4,79%	5,18%
ROE	11,88%	9,18%	11,53%	12,38%	12,38%	13,50%	13,29%

(Cont.)

Periodo	Industria	2017	2018	May19*	2019	May20*	PROMEDIO 2017-2019
NOF/VENTAS	3,94%	14,86%	14,52%	13,14%	13,14%	12,66%	11,68%
FM/VENTAS	1,91%	10,01%	9,22%	9,25%	9,25%	9,64%	10,44%
Ebitda/ Gasto Financiero	722,67%	228,93%	248,98%	1,74	173,57%	284,07%	388,65%
Deuda/ Ebitda	58,35%	405,55%	345,44%	3,49	349,07%	232,88%	174,63%

\*Indicadores calculados con información acumulada de los últimos 12 meses.

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

### Estructura Financiera

El total de Activos en el año 2019 es de USD 28,48 millones una disminución del 11,23% en relación con el año 2018, en mayo 2020 el total de Activos de la empresa es de USD 26,69 millones, de los cuales el activo corriente representó el 91,07% y al activo no corriente el 8,93%. De las principales cuentas del Activo en este periodo son: Clientes que representó el 54,23% del total de los activos de la empresa, los Inventarios representaron el 22,76%. Con relación a las variaciones de las cuentas, los activos corrientes decrecieron en 6%, dado por la disminución en la cuenta clientes en 10,32% y los inventarios en 30,21% comparado con mayo 2019, en relación con los activos no corrientes muestran tendencia creciente de 17,60%. Relacionado a la cuenta de otros activos no corrientes USD 719 mil conformado por Comisión de Mercado de Valores, Depósitos en Garantía, Impuestos Diferidos.

Comparando diciembre 2019 con mayo 2020, el crecimiento más representativo con un 46,48% es de efectivo, correspondiente a la estrategia de la empresa de mantener fuerte su liquidez y contar con una provisión de efectivo adecuada.

El total de cuentas por cobrar en mayo de 2020 es de USD 11,95 millones, de los cuales el 88,78% son clientes no relacionados y el 11,22% es con la empresa ABATANGELO S.A. que es relacionada. De la cartera por cobrar el 46,03% corresponde a cartera por vencer y el 53,97% es vencido. Si compramos los vencimientos de cartera de diciembre 2019 (USD 6,27 millones) , la cartera vencida en mayo 2020(USD 6,44 millones) se ha mantenido sin incrementos significativos .

El inventario de la empresa a diciembre de 2019 es de USD 7,19 millones y presenta una disminución del 28,13% en relación con el año 2018, la disminución de este año corresponde al nuevo manejo del inventario por el cambio de marca en Septiembre 2019 con ENI. Los inventarios en el mes de mayo 2020 ascendieron a USD 6,07 millones un decrecimiento del 15,51% comparado con el resultado de la cuenta en el mes de diciembre 2019. El inventario de la empresa va en función de la planificación de ventas y al manejo del inventario consignado con ENI de acuerdo con la operatividad del negocio.

El activo fijo de la empresa, del año 2018 al 2019 presentó una tendencia decreciente, en el año 2019 los activos fijos fueron de USD 1,60 millones, una disminución del 5,24% comparado con el año 2018, estos resultados se dan por la depreciación. Al mes de mayo de 2020 el activo fijo de la empresa se ubicó en USD 1,66 millones.

El total de Pasivos al mes de mayo 2020 es de USD 16,29 millones, de los cuales los pasivos con costo al mes de mayo de 2020 son de USD 5,53 millones de largo plazo. El financiamiento de la empresa disminuyó en el comparativo del mes de mayo 2019 con 2020 en 33,62%, VEPAMIL S.A. solo presenta financiamiento con Mercado de Valores. Adicionalmente, se evidencia que la empresa figura como codeudora de la empresa relacionada OCEANBAT S.A., EXPODELTA S.A., BIOFACTOR S.A.

Del reporte Full Glod de VEPAMIL S.A. no registra operaciones vigentes como Codeudor o Garante, no registre valores vencidos en el sistema financiero.

Las cuentas y documentos por pagar del año 2019 ascendieron a USD 7,45 millones, representando el 26,15% del total de activos de la empresa un decrecimiento de 12,97% comparado con el año 2018. En el mes de mayo de 2020 esta cuenta se ubicó en USD 8,24 millones un crecimiento del 10,63%

comparado al resultado de diciembre 2019. Estos resultados se dan como consecuencia del nuevo proveedor ENI de la línea de lubricantes que maneja inventario a consignación y su política de crédito es sobre los 90 días y la factura la emite cuando VEPAMIL S.A. vende el producto al cliente.

Las provisiones en largo plazo a diciembre 2019 son de USD 1,39 millones un crecimiento del 4,15% comparado con el mes de diciembre 2018, correspondiente a la provisión de jubilación patronal y bonificación por desahucio. Al mes de mayo de 2020 el saldo de esta cuenta es de USD 1,81 millones y representa el 6,77% del total de activos de la empresa.

El Patrimonio de VEPAMIL S.A. a diciembre de 2018 fue de USD 8,88 millones representando el 27,67% del total del Pasivo + Patrimonio. Este saldo presentó un crecimiento de 13,85% para el 2019 con un saldo a diciembre de USD 10,11 millones. En el último año fiscal, el monto de capital no varió ubicándose en USD 2 millones. En mayo 2020 el saldo de patrimonio es de USD 10,40 millones.

### ***Estado de Resultados***

VEPAMIL S.A. al mes de mayo de 2020 presentó ingresos por USD 51,45 millones, en relación con el comparativo del mes de mayo 2019 es un decrecimiento del 16,69%. El comparativo del año 2019 con el 2018 fue un decrecimiento de -0,85%. La tendencia de los ingresos que se ha presentado fue por combustibles afectado por la generación eléctrica fue por centrales hidroeléctricas reemplazando el consumo de combustibles.

La Utilidad Bruta del 2019 es de USD 8,49 millones, representando un margen bruto de 5,76% y un decremento comparado con el año 2018 de 18,56%. Estos resultados se dan por el crecimiento de los costos de venta. Al mes de mayo de 2020 la utilidad bruta de la empresa es de USD 2,8 millones un decrecimiento del 14,53% comparado con mayo 2019, este resultado se da por la reducción del los ingresos y costo de venta de la empresa. Los ingresos se redujeron porque en la línea de combustibles disminuyó el volumen de negocio en 15% por la disminución del consumo país y la fluctuación de los precios mensuales.

La utilidad operativa de la empresa en el 2019 es de USD 3,45 millones un decrecimiento del 2,14% en relación con el año 2018, analizando los periodos del 2017 y 2018 la empresa presenta una tendencia creciente, a pesar de este decrecimiento los resultados del 2019 fueron favorables para la compañía y generaron que el margen de ganancia operativa/ventas sea de 2,34%. El EBITDA de la compañía en el año 2019 fue de USD 3,58 millones y en mayo 2020 de USD 832 mil. La utilidad operativa de la empresa en mayo 2020 es de USD 771 mil un decrecimiento del 35,65% comparado con mayo 2019 por la reducción de los costos y el crecimiento de la depreciación de la empresa y presentan un indicador de margen de ganancia operativa/venta de 1,50% en mayo 2020.

La Utilidad Neta del año 2019 es de USD 1,37 millones un crecimiento del 33,33% comparado con el año 2018, estos resultados se dan por la reducción del gasto financiero que se presentó en ese periodo, los resultados del 2016 al 2019 presentaron una tendencia creciente. En mayo de 2020 la Utilidad neta de la empresa es de USD 500 mil superior a mayo 2019 en 5,53%.

### ***Adecuación de las Finanzas a Corto Plazo***

Las necesidades operativas de fondeo representan los recursos necesarios para financiar las operaciones habituales de la empresa. Para el año 2019 éstas se ubicaron en USD 18,68 millones y fueron inferiores al promedio de años anteriores originado por el decrecimiento de los inventarios en ese periodo y por la disminución de clientes y las cuentas por pagar de VEPAMIL S.A.

Para el año 2020 el monto de las necesidades operativas de fondeo se proyecta en USD 13 millones y la variación respecto al año anterior es un decrecimiento del 30,25%. Estos resultados son por el decrecimiento de la cuenta de inventario, cliente.

Por otra parte, el fondo de maniobra de la compañía, definido como los recursos de largo plazo disponibles para financiar las NOF, en el año 2019 se ubicaron en USD 14,32 millones. Para el año

siguiente, bajo las perspectivas de decrecimiento de la economía y la empresa estas se calculan por un monto de USD 19,33 millones.

La empresa del análisis histórico de sus indicadores financieros fondea sus operaciones con financiamiento externo, las NOF / Ventas de su promedio histórico del año 2017 a 2019 fue de 14,01%. Para el año 2020 VEPAMIL S.A. requiere recursos externos en el corto plazo para continuar con sus operaciones.

### **Apalancamiento Financiero**

El indicador de apalancamiento de la empresa al mes de mayo 2020 es de 2,57 veces, la competencia presenta un indicador de 2,53 veces de lo cual la compañía se encuentra dentro de los parámetros en relación con la competencia. VEPAMIL S.A. ha manejado un indicador promedio del año 2017 a 2019 de 3,30 veces.

VEPAMIL S.A. a diciembre 2019 presenta un indicador EBITDA/Gasto Financiero de 2,84 veces una mejora en relación con sus indicadores históricos e inferior al promedio de la competencia. Presenta un flujo holgado para hacer frente a la deuda adquirida y su pago de gastos financieros. Este indicador al mes de mayo 2020 es de 3,88 veces.

El ratio Deuda/Ebitda en diciembre 2019 es de 2,32 veces, presentó una mejora del indicador en relación a los resultados del año 2018, estos resultados fueron consecuencia de la disminución del financiamiento en el largo plazo. La empresa al mes de mayo de 2020 presenta un indicador de 1,75 veces. VEPAMIL S.A. cuenta con capacidad de pago para hacer frente a sus obligaciones.

### **Adecuación del Flujo de Caja**

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la tabla a continuación, que toma en consideración la proyección de decrecimiento económico, su relación con la tasa de crecimiento económico del país y los sectores relacionado. Las estimaciones de decrecimiento para el Ecuador (de acuerdo con estimaciones de entidades internacionales como Goldman Sachs y Banco mundial) bordean un valor de 7,5% en el mejor de los escenarios. Se considero una beta apalancada de 1,39 para la actividad que desarrolla el emisor.

*Tabla 9. Supuesto de Proyecciones Financieras*

ESCENARIO	AÑO	SUPUESTOS				
		Crecimiento en Ventas	Días de Cobro	Días de Inventario	Días de Proveedores	EBITDA / Ventas
MODERADO	2020	-8,98%	38	17	23	2,31%
	2021	2,39%	38	17	23	2,31%
	2022	2,39%	38	17	23	2,31%
	2023	5,98%	38	17	23	2,31%
	2024	5,98%	38	17	23	2,31%
PESIMISTA I	2020	-10,51%	45	20	18	1,89%
	2021	0,85%	45	20	18	1,89%
	2022	0,85%	45	20	18	1,89%
	2023	4,45%	45	20	18	1,89%
	2024	4,45%	45	20	18	1,89%
PESIMISTA II	2020	-12,05%	52	24	14	1,47%
	2021	-0,68%	52	24	14	1,47%
	2022	-0,68%	52	24	14	1,47%
	2023	2,91%	52	24	14	1,47%
	2024	2,91%	52	24	14	1,47%

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Con base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre bajo cada uno de los escenarios. En el escenario estándar se obtuvo flujos positivos, de los cuales en el año 2020 la empresa cubriría sus gastos financieros 78,41 veces. La empresa cuenta con capacidad de pago en el corto y largo plazo para atender sus operaciones.

Tabla 10. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Estándar (Cifras expresadas en miles)

	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas %	-8,98%	2,39%	2,39%	5,98%	5,98%	0,45%
Ventas	126.779	142.614	142.614	147.614	147.614	139.905
Ciclo de Conversión de Efectivo	32	32	32	32	32	32
Margen Bruto / Ventas	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%
EBITDA / Ventas	2,31%	2,31%	2,31%	2,31%	2,31%	2,31%
Flujo de Caja Libre (FCL)	7.843	840	2.467	2.040	2.553	3.297
FCL/Gastos Financieros	78,41	10,67	-43,66	-13,10	-8,78	8,08
Deuda/FCL	1,61	17,81	7,00	9,59	8,57	9,00

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otra parte, se calculó el flujo de caja libre bajo un escenario pesimista I obteniéndose los siguientes resultados para el siguiente año: flujo de caja libre USD 3 millones, cobertura de gastos financieros de 6,85 veces. El emisor en este escenario tiene capacidad de pago para cumplir con sus obligaciones en el corto y largo plazo.

Tabla 11. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista I (Cifras expresadas en miles)

	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas %	-10,51%	0,85%	0,85%	4,45%	4,45%	-1,09%
Ventas	124.636	140.471	140.471	145.471	145.471	137.762
Ciclo de Conversión de Efectivo	47	47	47	47	47	47
Margen Bruto / Ventas	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%
EBITDA / Ventas	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%
Flujo de Caja Libre (FCL)	2.992	163	2.430	1.800	2.516	1.846
FCL/Gastos Financieros	6,85	0,35	7,47	7,50	23,98	5,54
Deuda/FCL	4,23	91,60	7,11	10,87	8,69	28,45

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otra parte, se calculó el flujo de caja libre bajo un escenario pesimista II obteniéndose los siguientes resultados para el siguiente año: flujo de caja libre USD -1.6 millones, la empresa no cuenta con recursos para cumplir con sus obligaciones en el corto y largo plazo.

Tabla 12. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista II (Cifras expresadas en miles)

	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas %	-12,05%	-0,68%	-0,68%	2,91%	2,91%	-2,63%
Ventas	122.493	138.328	138.328	143.328	143.328	135.619
Ciclo de Conversión de Efectivo	62	62	62	62	62	62
Margen Bruto / Ventas	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%
EBITDA / Ventas	1,47%	1,47%	1,47%	1,47%	1,47%	1,47%
Flujo de Caja Libre (FCL)	-1.685	-513	2.393	1.561	2.479	439
FCL/Gastos Financieros	-2,21	-0,62	3,44	2,50	5,07	0,78
Deuda/FCL	-7,51	-29,14	7,22	12,53	8,82	-4,23

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los flujos proyectados en el escenario Estándar y Pesimista I de la empresa cumplen con los recursos para redimir los pasivos con costo.

### RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

- ❖ EMISOR, se compromete durante la vigencia de la **Tercera Emisión de Obligaciones** a cumplir con los resguardos establecidos que señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera vigente, en su Art. 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentran en circulación las obligaciones:

1. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor.
  - a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
  - b) Los Activos reales sobre los Pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras existan valores-obligaciones en mora.
3. Mantener la relación de los Activos libres de gravamen sobre Obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

#### *Posicionamiento del Valor en el Mercado*

El Informe Bursátil Mensual sobre las negociaciones a nivel nacional presentado por la Bolsa de Valores de Quito, con información cortada al 31 de mayo de 2020 muestra que durante el mes de enero a mayo 2020 se negoció un total de USD 4.963.139 miles, correspondientes a la suma de USD 4.949.482 miles en valores en renta fija y USD 13.656 miles en valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta en el mes de mayo de 2020, en renta fija el 7% de los valores corresponden a papel comercial y el 4% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 333 emisores inscritos, de los cuales 179 pertenecen a la provincia del Guayas y 109 a la provincia de Pichincha, siendo las provincias con la mayor cantidad de emisores. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos son el 30% del sector comercial, un 28% del sector industrial y 14% de servicios.

#### *Liquidez de los valores*

De acuerdo con la información solicitada a la Bolsa de Valores de Guayaquil, sobre las negociaciones de los títulos de EMISOR en el mercado secundario a nivel nacional por medio de la BVG y BVQ, estas presentan el siguiente detalle:

Una vez recabada toda la información del último año sobre las transacciones del mercado secundario para la Tercera Emisión de obligaciones de VEPAMIL S.A. se puede observar que no se han realizado transacciones durante el periodo enero de 2020 a junio de 2020. Es importante mencionar que históricamente en el Ecuador, los títulos más ofertados son los de renta fija y principalmente en el mercado primario. La calificadora opina que por tratarse de un indicador de transacciones en el mercado secundario en donde el dinamismo de transacciones es mínimo, el mismo no refleja la real liquidez de los valores.<sup>7</sup>

Por otro lado, se puede decir que la calificación de riesgos es uno de los factores decisivos en la liquidez de los valores emitidos en el mercado bursátil.

Al analizar los indicadores de liquidez, se evidencia una liquidez corriente al mes de mayo de 2020 es de 2,71. La liquidez corriente presenta una tendencia creciente en el análisis histórico de datos. El promedio semestral de liquidez a la fecha de corte de la información fue de 2,65 cumpliendo de esta manera con la normativa establecida. Por su parte el capital de trabajo es de USD 15,35 millones al corte de la información; se evidencia un mejor resultado de este indicado en diciembre 2019 y mayo 2020. Por su parte, la prueba ácida presento un valor de 2,04 al mes de mayo del 2020, evidenciándose un mejor resultado con respecto al promedio histórico de la empresa que era 1,42

---

<sup>7</sup> Indicador de presencia bursátil: permite medir la liquidez tanto de valores de renta fija y variable, es decir, que puede ser utilizado para identificar que tan frecuente es la negociación de ese valor en el mercado secundario.  
No de días negociados en el mes / No de ruedas en el mes.



El indicador de endeudamiento patrimonial en promedio de los años 2017 al 2019 fue de 2,30 veces, señalando que la empresa tuvo una dependencia de los acreedores, quienes son los que financian principalmente el origen de los fondos para la operación. Se evidencia una mejora de este indicador del año 2017 al 2019, y en mayo de 2020 este indicador es de 1,57 veces.

Tabla 13. Componente del Análisis de Posicionamiento del Valor en el Mercado

Componentes de Análisis del posicionamiento del valor en el mercado		2017	2018	2019	may-20
1	Liquidez Corriente	2,11	1,91	2,34	2,71
2	Endeudamiento Patrimonial	2,48	2,61	1,82	1,57
<b>Garantía o Protecciones Ofrecidas a la fecha de corte de Información</b>					
Cumple	Garantía General	Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen			26,73%
Cumple	Resguardos de Ley	1. La razón de liquidez o circulante, promedio semestral			2,65
		2. Los Activos Reales sobre los Pasivos , entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo			1,64

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

*Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.*

Los activos que respaldan la emisión corresponden a Cuentas por Cobrar libres de todo gravamen, esta cuenta del estado de situación financiera corresponde a la principal fuente generadora de ingresos de la empresa.

- Uno de los riesgos que puede afectar a la empresa en relación con la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados, es el crecimiento de la morosidad de clientes que puedan afectar a la recaudación de créditos y cuentas por cobrar.
- Riesgo de concentración de ingresos futuros en determinados clientes, esto podría darse al presentarse escenarios adversos a la economía, lo que aumentaría el índice de morosidad.
- Una mala administración de las políticas para el cobro de cartera.

*Consideraciones de riesgos cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.*

- Es importante señalar que VEPAMIL S.A. posee cuentas por cobrar relacionadas en el corto plazo, en mayo 2020 se ubicaron en un saldo de USD 1,34 millones, es decir que las cuentas relacionadas representan el 5,02% de los activos totales de la empresa.
- Es por esto que el efecto de estas cuentas sobre el respaldo de la emisión tiene una baja afectación. En este contexto, si alguna de estas empresas relacionadas, no cumpliera oportunamente con sus obligaciones por cualquier motivo, interno o externo, este incumplimiento afectaría levemente los flujos operativos de la empresa.

**Riesgos Previsibles en el Futuro**

- Reducción o cambio en los precios internacionales del combustible.
- Riesgos operativos, propios del giro de negocio y caída del precio del petróleo.
- Riesgo de desabastecimiento ante eventualidades o eventos catastróficos en el sistema de producción de EP Petroecuador.

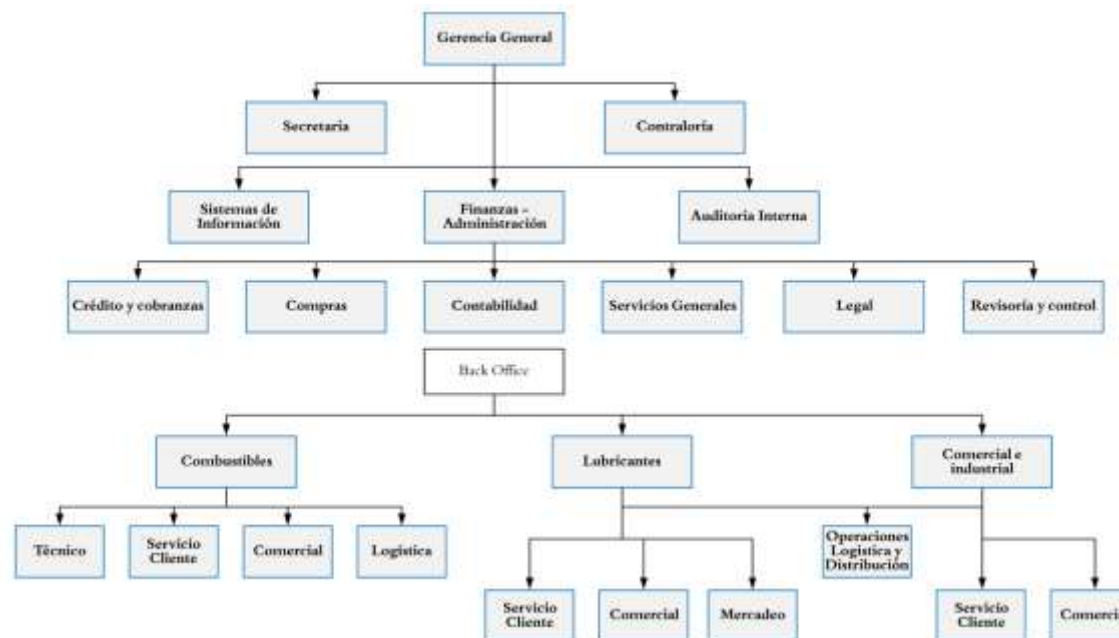
- El ingreso de nuevos competidores podría ocasionar una pérdida de participación del mercado en el que se desenvuelve la empresa.

		
Ing. Natalia Cortez Montoya <b>Gerente General</b>		Ing. Andrea Paredes Rodríguez <b>Analista</b>

**ANEXOS**

VEPAMIL S.A., tiene el siguiente organigrama general:

*Gráfico 2. Organigrama General de VEPAMIL S.A.*



Fuente: VEPAMIL S.A.  
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

## Anexo 1 Estado Situación Financiera, expresado en miles.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	may-19	2019	may-20	2016	2017	2018	2019	may-20	2016-2017	2017-2018	2018-2019	may19-may20
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>22.860</b>	<b>27.715</b>	<b>32.087</b>	<b>27.887</b>	<b>28.482</b>	<b>26.692</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>21,24%</b>	<b>15,77%</b>	<b>-11,23%</b>	<b>-4,28%</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>22.360</b>	<b>26.527</b>	<b>30.311</b>	<b>25.860</b>	<b>26.152</b>	<b>24.309</b>	<b>97,81%</b>	<b>95,71%</b>	<b>94,47%</b>	<b>91,82%</b>	<b>91,07%</b>	<b>18,63%</b>	<b>14,27%</b>	<b>-13,72%</b>	<b>-6,00%</b>
Efectivo	1.066	1.820	892	964	2.541	3.722	4,66%	6,57%	2,78%	8,92%	13,95%	70,71%	-50,98%	184,88%	286,24%
Clientes	11.855	16.882	19.377	16.140	16.394	14.475	51,86%	60,91%	60,39%	57,56%	54,23%	42,40%	14,78%	-15,40%	-10,32%
Inventarios	9.355	7.773	10.002	8.703	7.189	6.074	40,92%	28,05%	31,17%	25,24%	22,76%	-16,91%	28,67%	-28,13%	-30,21%
Otros Activos Corrientes	84	52	40	53	28	38	0,37%	0,19%	0,13%	0,10%	0,14%	-37,85%	-22,22%	-30,21%	-28,45%
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>500</b>	<b>1.189</b>	<b>1.776</b>	<b>2.027</b>	<b>2.330</b>	<b>2.383</b>	<b>2,19%</b>	<b>4,29%</b>	<b>5,53%</b>	<b>8,18%</b>	<b>8,93%</b>	<b>137,90%</b>	<b>49,40%</b>	<b>31,25%</b>	<b>17,60%</b>
Activos Tangibles	477	1.132	1.688	1.706	1.600	1.664	2,09%	4,08%	5,26%	5,62%	6,23%	137,37%	49,16%	-5,24%	-2,46%
Otros Activos No Corrientes	23	57	87	321	731	719	0,10%	0,20%	0,27%	2,56%	2,70%	149,04%	54,16%	737,85%	124,21%
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>15.291</b>	<b>19.748</b>	<b>23.208</b>	<b>18.525</b>	<b>18.374</b>	<b>16.294</b>	<b>66,89%</b>	<b>71,25%</b>	<b>72,33%</b>	<b>64,51%</b>	<b>61,04%</b>	<b>29,15%</b>	<b>17,52%</b>	<b>-20,83%</b>	<b>-12,04%</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>8.628</b>	<b>12.601</b>	<b>15.904</b>	<b>11.324</b>	<b>11.168</b>	<b>8.958</b>	<b>37,74%</b>	<b>45,47%</b>	<b>49,57%</b>	<b>39,21%</b>	<b>33,56%</b>	<b>46,05%</b>	<b>26,21%</b>	<b>-29,78%</b>	<b>-20,89%</b>
Pasivo sin Costo CP (Proveedores)	5.632	5.953	8.559	6.331	7.449	8.240	24,64%	21,48%	26,67%	26,15%	30,87%	5,70%	43,78%	-12,97%	30,16%
Pasivo con Costo CP (Bancarias+Obligaciones)	2.592	5.900	6.572	4.371	2.515	0	11,34%	21,29%	20,48%	8,83%	0,00%	127,63%	11,40%	-61,73%	-100,00%
Provisiones CP	405	519	663	622	1.204	717	1,77%	1,87%	2,07%	4,23%	2,69%	28,14%	27,74%	81,64%	15,36%
Otros Pasivos sin Costo CP	0	230	111	0	0	0	0,00%	0,83%	0,35%	0,00%	0,00%		-51,84%	-100,00%	
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>6.663</b>	<b>7.147</b>	<b>7.304</b>	<b>7.201</b>	<b>7.206</b>	<b>7.336</b>	<b>29,15%</b>	<b>25,79%</b>	<b>22,76%</b>	<b>25,30%</b>	<b>27,49%</b>	<b>7,27%</b>	<b>2,19%</b>	<b>-1,34%</b>	<b>1,88%</b>
Pasivo con Costo LP (Bancaria+Obligaciones)	5.873	6.178	5.968	6.040	5.815	5.530	25,69%	22,29%	18,60%	20,42%	20,72%	5,20%	-3,39%	-2,57%	-8,45%
Provisiones LP	790	969	1.335	1.161	1.391	1.807	3,45%	3,50%	4,16%	4,88%	6,77%	22,69%	37,80%	4,15%	55,57%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>7.569</b>	<b>7.967</b>	<b>8.879</b>	<b>9.362</b>	<b>10.108</b>	<b>10.398</b>	<b>33,11%</b>	<b>28,75%</b>	<b>27,67%</b>	<b>35,49%</b>	<b>38,96%</b>	<b>5,26%</b>	<b>11,45%</b>	<b>13,85%</b>	<b>11,07%</b>
Capital	2.000	2.001	2.001	2.001	2.001	2.001	8,75%	7,22%	6,24%	7,02%	7,50%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%
Reserva	1.166	1.166	1.166	1.166	1.607	1.607	5,10%	4,21%	3,63%	5,64%	6,02%	0,00%	0,00%	37,85%	37,85%
Otros resultados Integrales	22	-108	-220	-442	-578	-578	0,10%	-0,39%	-0,68%	-2,03%	-2,16%	-582,19%	102,82%	163,04%	30,63%
Resultados Acumulados	4.380	4.908	5.932	6.637	7.078	7.368	19,16%	17,71%	18,49%	24,85%	27,60%	12,05%	20,85%	19,32%	11,01%

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 2 Estado de Resultados, expresado en miles.

	ESTADO DE RESULTADOS EMISOR						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	may-19	2019	may-20	2016	2017	2018	2019	may-20	2016-2017	2017-2018	2018-2019	may19-may20
<b>INGRESOS</b>	<b>124.234</b>	<b>136.555</b>	<b>148.795</b>	<b>61.754</b>	<b>147.537</b>	<b>51.449</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>9,92%</b>	<b>8,96%</b>	<b>-0,85%</b>	<b>-16,69%</b>
COSTO VENTA	114.705	127.779	138.369	58.460	139.046	48.634	92,33%	93,57%	92,99%	94,24%	94,53%	11,40%	8,29%	0,49%	-16,81%
<b>GANANCIA BRUTA</b>	<b>9.529</b>	<b>8.776</b>	<b>10.427</b>	<b>3.294</b>	<b>8.491</b>	<b>2.815</b>	<b>7,67%</b>	<b>6,43%</b>	<b>7,01%</b>	<b>5,76%</b>	<b>5,47%</b>	<b>-7,91%</b>	<b>18,82%</b>	<b>-18,56%</b>	<b>-14,53%</b>
GASTOS OPERATIVOS(Ventas+Adm)	6.998	5.797	6.796	2.051	4.914	1.983	5,63%	4,25%	4,57%	3,33%	3,85%	-17,16%	17,23%	-27,70%	-3,31%
<b>EBITDA</b>	<b>2.531</b>	<b>2.978</b>	<b>3.630</b>	<b>1.243</b>	<b>3.577</b>	<b>832</b>	<b>2,04%</b>	<b>2,18%</b>	<b>2,44%</b>	<b>2,42%</b>	<b>1,62%</b>	<b>17,67%</b>	<b>21,90%</b>	<b>-1,46%</b>	<b>-33,03%</b>
DEPRECIACIONES (dep)	62	83	105	44	127	61	0,05%	0,06%	0,07%	0,09%	0,12%	33,93%	25,30%	21,31%	38,65%
<b>EBIT</b>	<b>2.469</b>	<b>2.895</b>	<b>3.526</b>	<b>1.199</b>	<b>3.450</b>	<b>771</b>	<b>1,99%</b>	<b>2,12%</b>	<b>2,37%</b>	<b>2,34%</b>	<b>1,50%</b>	<b>17,26%</b>	<b>21,80%</b>	<b>-2,14%</b>	<b>-35,65%</b>
<b>GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>1.511</b>	<b>1.301</b>	<b>1.458</b>	<b>716</b>	<b>1.259</b>	<b>271</b>	<b>1,22%</b>	<b>0,95%</b>	<b>0,98%</b>	<b>0,85%</b>	<b>0,53%</b>	<b>-13,90%</b>	<b>12,08%</b>	<b>-13,63%</b>	<b>-62,08%</b>
OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS	33	21	115	0	0	0	0,03%	0,02%	0,08%	0,00%	0,00%	-38,26%	459,65%	-100,00%	
<b>EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA</b>	<b>991</b>	<b>1.614</b>	<b>2.183</b>	<b>483</b>	<b>2.191</b>	<b>500</b>	<b>0,80%</b>	<b>1,18%</b>	<b>1,47%</b>	<b>1,49%</b>	<b>0,97%</b>	<b>62,90%</b>	<b>35,22%</b>	<b>0,37%</b>	<b>3,53%</b>
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	149	242	327	0	325	0	0,12%	0,18%	0,22%	0,22%	0,00%	62,90%	35,22%	-0,72%	
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	828	641	832	0	501	0	0,67%	0,47%	0,56%	0,34%	0,00%	-22,59%	29,79%	-39,75%	
<b>EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO</b>	<b>14</b>	<b>731</b>	<b>1.024</b>	<b>483</b>	<b>1.365</b>	<b>500</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,54%</b>	<b>0,69%</b>	<b>0,93%</b>	<b>0,97%</b>	<b>5009,98%</b>	<b>39,98%</b>	<b>33,33%</b>	<b>3,53%</b>

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

## Anexo 3 Razones Financieras

INDICADORES FINANCIEROS	2016	2017	2018	may-19	2019	may-20
<b>LIQUIDEZ</b>						
Capital de Trabajo	13.732	13.925	14.407	14.537	14.984	15.351
Liquidez	2,59	2,11	1,91	2,28	2,34	2,71
Prueba Ácida	1,51	1,49	1,28	1,52	1,70	2,04
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Activo	0,67	0,71	0,72	0,66	0,65	0,61
Pasivo / Patrimonio	2,02	2,48	2,61	1,98	1,82	1,57
Pasivo / Ventas	0,12	0,14	0,16	0,12	0,12	0,12
Apalancamiento	3,02	3,48	3,61	2,98	2,82	2,57
<b>ROTACIÓN</b>						
Días de Cuentas por Cobrar	34	45	47	39	40	38
Días de Inventario	29	22	26	22	19	17
Días de Cuentas Por Pagar	18	17	22	16	19	23
Período de Conversión de Efectivo	46	50	51	45	39	32
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen Bruto/Ventas	7,67%	6,43%	7,01%	5,33%	5,76%	5,84%
Margen de Utilidad en Operaciones	1,99%	2,12%	2,37%	1,94%	2,34%	2,20%
EBITDA/Ventas	2,04%	2,18%	2,44%	2,01%	2,42%	2,31%
Utilidad Neta/Ventas	0,01%	0,54%	0,69%	0,78%	0,93%	1,01%
ROE	0,19%	9,18%	11,53%	12,38%	13,50%	13,29%
ROA	0,06%	2,64%	3,19%	4,16%	4,79%	5,18%
<b>Dupont</b>						
Margen Neto	0,01%	0,54%	0,69%	0,78%	0,93%	1,01%
Rotación Activo	5,43	4,93	4,64	5,31	5,18	5,14
Multiplicador de capital	3,02	3,48	3,61	2,98	2,82	2,57

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 4 Tabla de Amortización Tercera Emisión de Obligaciones (Expresado en miles)

Fecha	Pago de Capital	Pago de Interes	Pago de k+i
10/11/2019	250	240	490
10/5/2020	250	230	480
10/11/2020	250	220	470
10/5/2021	250	210	460
10/11/2021	250	200	450
10/5/2022	250	190	440
10/11/2022	250	180	430
10/5/2023	250	170	420
10/11/2023	250	160	410
10/5/2024	3.750	150	3.900
<b>TOTAL</b>	<b>6.000</b>	<b>1.950</b>	<b>7.950</b>

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 5. Necesidades Operativas de Fondos, expresado en miles.

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA								
CÁLCULO NOF	A.C.		2018	2019	2020	2021	2022	2023
		+ Caja	892	2.541	1.438	1.618	1.618	1.674
		+ Clientes	19.377	16.394	13.382	15.054	15.054	15.582
	P.C.	+ Inventarios	10.002	7.189	5.987	6.735	6.735	6.971
		- Cuentas por Pagar Proveedores	8.559	7.449	7.627	8.579	8.579	8.880
	- Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos)	111	0	155	175	175	181	
NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	21.601	18.675	13.025	14.652	14.652	15.165	
FINANCIACIÓN	Incremento/Disminución NOF		-	-13,55%	-30,25%	12,49%	0,00%	3,51%
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	8.879	10.108	14.868	14.868	14.868	14.868
		+ Deudas largo plazo	5.968	5.815	6.118	6.277	6.437	6.596
		- Activos Inmovilizados	1.688	1.600	1.656	1.656	1.656	1.656
	F.M.	= Fondo de Maniobra	13.159	14.324	19.330	19.489	19.649	19.808
NOF-FM			8.442	4.351	-6.305	-4.838	-4.997	-4.642

Fuente: VEPAMIL S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Son los fondos necesarios para financiar las operaciones habituales en la empresa, puesto que se necesita dinero en Clientes (Cuentas por Cobrar), Existencias (Inventario) y el mantenimiento de una caja mínima; y son financiadas mayormente con las cuentas Proveedores y otros pasivos espontáneos (sin costo), cabe resaltar que no se toma en consideración las Obligaciones financieras con Instituciones Bancarias o la porción corriente de Obligaciones emitidas.

Las NOF son una consecuencia directa de las políticas operativas de una empresa, si una empresa cambia su periodo de cobro, de pago, o su nivel de inventario, sus NOF también cambiarán



Anexo 6. Cálculo del Monto Máximo de Emisión

VEPAMIL S.A.

may-20

(Expresado en miles dólares de los Estados Unidos de América)

<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>26.692</b>
(-) Activos gravados	0
<b>Subtotal Activos libres de gravamen</b>	<b>26.692</b>
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	116
(-) Activos en Litigio*	0
(-) Monto de Impugnaciones Tributarias*	0
(-) Derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	0
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	6.000
(-) Saldo de valores renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de corto plazo considerese el total autorizado como saldo en circulación.	5.500
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	0
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	0
<b>Activos menos deducciones</b>	<b>15.077</b>
<b>Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones )</b>	<b>12.061</b>
<b>Nivel de Cobertura ( 80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)</b>	<b>2,19</b>
<b>Indicador ( Activos Libre de Gravamen / Obligaciones en Circulación)</b>	<b>3,74</b>

\* Independientes de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren

Fuente: VEPAMIL S.A.  
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

## Anexo 7. Indicadores Macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Desv.Estd Muestral	Z-Valor
<b>INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES</b>								
Inflación anual (%)	3,4	1,1	-0,2	0,3	-0,1	0,90	1,49	-0,65
Crecimiento PIB real (%)	0,1	-1,2	2,4	1,3	-0,1	0,49	1,38	-0,43
<b>INDICADORES EXTERNOS</b>								
Cuenta corriente / PIB (%)	-2,2	1,3	-0,3	-1,4	-0,07	-0,54	1,35	0,35
<b>INDICADORES FISCALES</b>								
Déficit (Superávit) del PGE / PIB (%)	-4,0	-5,6	-5,9	-3,7	-2,26	-4,26	1,48	1,35
Déficit (Superávit) del SPNF / PIB (%)	-6,0	-7,3	-4,5	-1,2	-0,1	-3,81	3,08	1,21
Deuda pública interna / PIB (%)	12,6	12,5	14,2	12,5	14,75	13,31	1,08	1,34
Deuda pública externa / PIB (%)	20,4	25,7	30,4	32,6	38,02	29,43	6,72	1,28
<b>INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS</b>								
Crédito al sector privado OSD+OSF (millones \$)	28.162	29.886	34.743	39.980	44.537	35.462	6.850	1,32
<b>OTROS INDICADORES</b>								
Precio del Petróleo WTI	48,7	43,3	50,8	65,2	61,8	54,0	8	0,95
Promedio Anual EMBI-Riesgo País	995,5	994,9	621,3	641,1	677,6	786,1	172	-0,63

Fuente: World Economic Forum. B.M. Transparency International. The Economist Intelligence Unit. INEC. BCE. Min. de Fin.  
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.