

# INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

## VEPAMIL S.A.

### TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO

#### **Analista Responsable**

Econ. Michelle Lucas

mlucas@summagrupo.com

#### **Fecha de Comité**

29 de enero de 2021

#### **Periodo de Evaluación**

Al 30 de noviembre de 2020

## **Contenido**

RESUMEN.....	2
RACIONALIDAD.....	2
DESCRIPCIÓN DE EMISOR.....	5
DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES .....	6
RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO.....	7
RIESGO SECTORIAL.....	10
RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE.....	13
RIESGO ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL.....	18
RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA.....	20
RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO.....	25
ANEXOS.....	28

**RESUMEN**

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

**Categoría AA:** Corresponde a valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en términos y plazos pactados, lo cual se estima no se verá afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y a 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 de Obligaciones; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se asigna 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.*

*Mencionamos que CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no es un asesor legal, fiscal o financiero, las calificaciones emitidas son opiniones de ésta y no constituyen una recomendación de inversión, comprar, vender o mantener los valores por parte de los inversionistas, obligacionistas o tenedores de valores en general, además no puede considerarse como una auditoría, solo proporciona una opinión de riesgos de los valores calificados. CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no se hace responsable de la veracidad de la información brindada por el EMISOR.*

*A fin de precautelar la propiedad intelectual de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. queda expresamente limitada la divulgación pública del contenido de este documento y de los informes o documentos que han derivado de la suscripción de un contrato previo, la divulgación de la documentación e información corresponderá única y exclusivamente entre las partes, es decir, entre LA FIRMA CALIFICADORA y el EMISOR, además de ser incorporada en las plataformas o páginas web que ameriten para el desarrollo del objeto del contrato, en cumplimiento a lo dispuesto por los organismos de control y la normativa vigente de Mercado de Valores, por ningún motivo se podrán realizar copia, duplicado, fotocopias, o reproducción de la información o documentación objeto de la presente prestación de servicios sin previa autorización por escrito de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A., incluso cuando la información sea requerida por terceros relacionados al emisor se necesitará la previa autorización caso contrario no podrá ser considerado como un documento emitido por la Firma Calificadora, pudiendo ejercer las acciones legales que de esta deriven.*

**RACIONALIDAD**

Riesgo del Entorno Económico: Alto
<ul style="list-style-type: none"> <li>De acuerdo al Banco Central del Ecuador, las perspectivas de crecimiento económico para el Ecuador son de 3,1% en el 2021 (recuperación posterior al decrecimiento significativo en 2020 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).</li> <li>La renegociación de la deuda acordada con los tenedores de bono (reducción de USD 1.540 millones de capital de la deuda, duplicación del plazo y disminución de la tasa de interés de</li> </ul>

9,3% a 5,2%) representa un alivio importante a las presiones financieras del país; no obstante, las necesidades de financiamiento siguen siendo elevadas para el presente año.

- Posterior a la renegociación de la deuda las calificaciones de riesgo soberano mejoraron dada una mayor capacidad para hacer frente a las obligaciones financieras en el largo plazo.
- En noviembre del 2020, la deuda agregada fue de USD 60.049 millones (62,11% del PIB). Los bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos concentran el mayor porcentaje de deuda interna.
- El 30 de septiembre de 2020 el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional aprobó un nuevo préstamo a Ecuador por un valor de USD 6.500 millones (desembolso inmediato de USD 2.000 millones) permitiendo al Gobierno reducir atrasos en obligaciones salariales y fortalecer la dolarización.
- La polaridad entre sectores políticos de cara a las elecciones de febrero 2021, la alta tasa de desempleo, los escándalos de corrupción y la incertidumbre política configura un escenario de disgregación social en el país.

### Riesgo Sectorial: Bajo

- El subsector al que pertenece Vepamil S.A., comercialización de combustibles, se vio afectado por la pandemia de COVID-19, debido a las restricciones de movilidad y toque de queda dispuestas por el Gobierno que paralizaron las actividades de los distintos sectores del país.
- Existen barreras de entrada alta debido a la fuerte competitividad de las empresas de la industria, requisitos de capital inicial elevados y regulaciones por parte del Gobierno.
- El poder de negociación frente a los proveedores es bajo, gran cantidad de productos a comercializar corresponden a marcas que provienen del exterior y depende de los precios internacionales y, por otro lado, otros productos comercializados por el subsector son abastecidos por la Empresa Pública de Hidrocarburos del Ecuador (EP Petroecuador), lo cual sujeta a estas compañías a las disposiciones estatales.
- El poder de negociación frente a los clientes es alto dado que el subsector no solo ofrece productos de marcas internacionales con tecnología avanzada, sino que configuran un bien necesario para el funcionamiento y mantenimiento de los distintos medios de movilización terrestre y pesquera.
- La amenaza de sustitutos es baja dado que los sustitutos cercanos como biocombustibles poseen un elevado costo de transición.
- La dependencia a los bienes complementarios de lubricantes y combustibles, correspondidos al sector automotriz.
- El sector se ve regularizado por la Agencia de Regulación y Control Hidrocarburífero (ARCH) del Gobierno.

### Riesgo Posición del Emisor: Bajo

- Vepamil S.A. posee 30 años de experiencia en el subsector de comercialización de combustibles para los distintos sectores productivos del país y cuenta con matriz en la ciudad de Guayaquil y oficinas en Quito y Cuenca.
- Cuenta con cobertura a nivel nacional.
- Posee tres líneas de negocios, de los cuales dispone diversidad de productos, compuesta por: combustibles, lubricantes e insumos industriales (insumos de protección personal).
- Distribuidor de marcas premium altamente reconocidas a nivel internacional que brindan una favorable posición competitiva a la compañía.
- Servicio técnico personalizado que da soporte complementario a los productos ofrecidos.
- Certificaciones: Certificación de Integridad de Producto (Distributor Product Integrity Management), Certificado de Calificación de Proveedores Lógica Código 109215.
- Cuenta con una Licencia Ambiental otorgada por el Ministerio del Ambiente.

- El ciclo de conversión de efectivo presenta una leve mejoría de noviembre de 2019 a noviembre de 2020, pasando de 39 días a 40 días, manteniendo el indicador en niveles por debajo del promedio de las empresas del subsector consideradas en el presente análisis.

### **Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial: Muy Bajo**

- La estructura de gobierno de Vepamil S.A. establece a la Junta General de Accionistas como el mayor órgano dentro de la estructura jerárquica de la compañía.
- En lo que respecta a las directrices operativas y administrativas, la competencia recae sobre las gerencias, comprendidas por Gerente General, Gerente de Línea de Insumos Industriales y Gerente Financiero, quienes posee títulos de tercer nivel y elevada experiencia dentro del mercado de combustibles y lubricantes.
- Forma parte del Grupo Vepamil, lo cual le brinda un soporte económico y administrativo.
- La compañía no cuenta con un Manual de Gobierno Corporativo, no obstante, se encuentra en proceso de formalización del mismo.
- Posee departamentos, áreas, jefaturas cuyos miembros cuentan con funciones definidas (crédito, legal, financiero, mercadeo, ventas, etc.), organigrama establecido, responsabilidades y líneas de reporte definidas y un centro de logística independiente.
- La empresa no registra obligaciones patronales en mora, ha cumplido con sus obligaciones tributarias hasta noviembre de 2020 y no registra deudas en firme.
- La compañía cuenta con el sistema informático SAP, herramienta digital que brinda respaldo a la gestión empresarial de Vepamil S.A.

### **Riesgo de la Estructura Financiera: Bajo**

- Los activos de Vepamil S.A. han presentado un comportamiento creciente de noviembre de 2019 a noviembre de 2020, impulsado por el crecimiento de la cuenta otros activos no corrientes. El rubro se ubica por encima del nivel de activos promedio de las empresas comparables del subsector. Al 30 de noviembre de 2020, totalizan USD 29,47 millones.
- Los pasivos totales, al 30 de noviembre de 2020, se ubican en USD 19,05 millones, y evidencian un comportamiento creciente con respecto a noviembre de 2019, impulsado por el crecimiento de cuentas por pagar a proveedores y otros pasivos.
- El patrimonio se constituye de un capital social, a noviembre de 2020, de USD 2,00 millones.
- Los ingresos, al 30 de noviembre de 2020, se ubicaron en USD 105,08 millones, experimentando una contracción de 21,17% con respecto al 30 de noviembre de 2019, debido a: los efectos negativos sobre las restricciones de movilidad en consecuencia de la pandemia COVID-19 que redujo la venta de las dos principales líneas de negocio de la compañía, restricción de parte del Gobierno Estadounidense sobre las exportaciones del producto de la marca 3M (posteriormente, el abastecimiento se vio normalizado) y, el cambio de marca de lubricantes Mobil a ENI.
- Las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) de 2019 se ubicaron en USD 15,97 millones, equivalente al 12,85% inferior al período 2018, como resultado de la reducción de la cuenta clientes e inventario. A noviembre de 2020, las NOF se ubicaron en USD 12,84 millones, dado la mayor proporción de cuentas por cobrar.
- Los Fondos de Maniobra para el 2019 fueron de USD 14,84 millones y, a noviembre de 2020, de USD 13,97 millones, evidenciando que la compañía dispone de flujos propios para su operatividad.
- La razón FM/NOF, al 31 de diciembre de 2019, se ubica en 0,93 veces y en 1,09 veces a noviembre de 2020, variación que obedece al incremento de cartera de clientes que robustece el rubro de cuentas por cobrar. La compañía evidencia recursos para su normal operatividad, y cabe señalar que el capital de trabajo de la empresa, a noviembre 2020, fue de USD 15,09 millones.

- EBITDA, a noviembre de 2020, se ubicó en USD 1,07 millones, experimentando una variación negativa de 54,52% con respecto a noviembre de 2019, debido a la contracción de ingresos percibidos en el período bajo el contexto de pandemia de COVID-19.
- Al 30 de noviembre de 2020, el ROA se ubica en -0,85 y en -2,41% el ROE, experimentando ambos indicadores una disminución con respecto a noviembre de 2019 debido a la reducción de utilidad percibida, considerando la información interanual acumulada de 12 meses hasta noviembre de 2020. Históricamente, la compañía ha presentado indicadores de rentabilidad positivos y por encima del 2% en ROA y 9% en ROE, evidenciando que la compañía ha mantenido buen desempeño en general.
- El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto financiero) se ubicó, a noviembre de 2020, en 3,37 veces, mientras que, a diciembre de 2019, fue de 2,72 veces. Por lo anterior, si bien se evidencia un leve deterioro de su capacidad de hacer frente a los intereses de las deudas adquiridas dada la reducción del EBITDA, la compañía muestra capacidad para cubrir sus gastos financieros y, conservar beneficios para sí misma luego de dicho pago de intereses.
- El ratio Deuda/EBITDA se ubicó, bajo la información interanual acumulada de los últimos 12 meses (01 diciembre de 2019 al 30 noviembre de 2020), en 2,36 veces mientras que en noviembre de 2019 fue de 2,75 veces, mostrando mejoría en el indicador, dado que la empresa posee un bajo nivel de endeudamiento. Además, la estrategia operativa y administrativa permite que la empresa tenga un capital de trabajo positivo y creciente y, además, que sus niveles de liquidez se ubiquen sobre la unidad.
- El Flujo de Caja Libre proyectado para el 2020 en el escenario estándar asciende a USD 3,81 millones. En este sentido, la empresa presenta capacidad de generar flujos para el pago de sus obligaciones en el corto plazo y en el escenario pesimista I se mantiene también un flujo de caja positivo con cobertura y capacidad de pago en el corto plazo. Además, la empresa evidencia favorables indicadores de liquidez que atribuyen a su capacidad de pago de corto plazo.
- El nivel de apalancamiento financiero medido por el ratio Total Activo/Patrimonio de la compañía, a noviembre de 2020, se ubicó en 2,83 veces, mientras que a noviembre de 2019 fue de 2,40 veces.

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

- El indicador de endeudamiento patrimonial, al 30 de noviembre de 2020, se ubica en 1,83 veces, mientras que, a diciembre de 2019, fue de 1,80 veces.
- Vepamil S.A., a noviembre de 2020, cumple con la garantía general y resguardos de la ley de la presente emisión.
- El monto no redimido de obligaciones en circulación representó a noviembre de 2020 el 18,74% de los activos menos las deducciones, según lo establece la normativa. Dando cumplimiento a lo establecido en la normativa.

### **DESCRIPCIÓN DE EMISOR**

Vepamil S.A. se constituye mediante escritura pública celebrada ante la Notaría Vigésima Primera del Cantón Guayaquil el 17 de septiembre de 1990 e inscribe en el Registro Mercantil del mismo cantón el 23 de octubre de 1990. Su objeto social corresponde a las actividades de importación, exportación, venta, distribución y comercialización de toda clase de combustibles, gasolina, bunker, diésel, lubricantes y demás derivados del petróleo para el sector industrial.

La compañía inicia sus actividades en 1993 con la representación de la marca Mobil para el sector industrial y marino y, en 1994, diversifica sus mercados objetivo incorporando a los sectores comercial y energético con la representación de la marca 3M. En 1995, luego del Decreto No. 347, la empresa firma contrato con la compañía estatal Petroecuador y, en 1998, Vepamil S.A. se posiciona

como una empresa comercializadora de combustible para el sector pesquero y todo tipo de industria. En septiembre de 2019, realiza cambio de marca de lubricantes Mobil a ENI.

La compañía forma parte del Grupo Vepamil, junto con las empresas Oceanbat S.A., Expodelta S.A., Hormigones Comerciales Hormicom C.A. y Métrica Promotora Inmobiliaria.

Posee un capital suscrito a la fecha de USD 2,00 millones y reporta un nivel de ventas al 31 de diciembre de 2019 de USD 147,53 millones y a noviembre de 2020 de USD 105,08 millones, con un total de 119 trabajadores distribuidos en equipo gerencial y operativo.

**Hechos relevantes**

- En septiembre de 2019, Vepamil S.A. firmó un convenio con la marca italiana ENI, convirtiéndose en macro distribuidores de esta marca de lubricantes para todo el territorio ecuatoriano. A partir de esta fecha, la compañía cesó la distribución de la marca Mobil.

**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 6.000.000,00
<b>Resolución de Aprobación</b>	SCVS-INMV-DNAR-2019-00003284
<b>Junta de Accionistas</b>	05/10/2018
<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>	<b>Clase 1:</b> 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>	<b>Clase 1:</b> 8,00% Fija Anual
<b>Agente Colocador</b>	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A.
<b>Agente Estructurador</b>	Intervalores Casa de Valores 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>	<b>Clase 1:</b> 9 pagos de capital de \$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>	<b>Clase 1:</b> 10 pagos de interés, pagaderos cada 180 días, conforme saldos de capital hasta completar plazo total del título.
<b>Destino de los Recursos</b>	100% para sustitución de pasivos con terceros distintos a Instituciones Financieras y Mercados de Valores.
<b>Representante de Obligacionistas</b>	ASESORSA S.A.
<b>Garantías Adicionales</b>	No

**Fuente:** Vepamil S.A.

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

**MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN**

El instrumento está respaldado con garantía general por parte 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 19,08 millones (cupó de la emisión); evidenciando un nivel de cobertura de 3,47 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 5,34 veces, cumpliendo con lo estipulado en la normativa vigente.

*Procesos Legales Activos*

De acuerdo con la página del Servicios de Rentas Internas, Vepamil S.A., a noviembre de 2020, no registra deudas firmes, por concepto de deudas impugnadas, ni facilidades de pago y ha cumplido con sus obligaciones patronales y tributarias. Por otra parte, en el portal del Consejo de la Judicatura, no registra procesos como figura de actor o como demandado que representen un riesgo sobre el desenvolvimiento de la compañía.

**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, la ruptura de los Oleoductos de Crudos Pesados generó un deterioro, los escándalos de corrupción y la poca certidumbre institucional de cara a comisiones electorales en el 2021 configura un deterioro político e institucional en el Ecuador.

Los factores en mención restringieron el acceso a los mercados financieros internacionales para el Ecuador por presentar un calendario de amortizaciones de deuda por pagar “desafiante” y la resistencia que enfrenta el gobierno para realizar ajustes para corregir la insostenibilidad de las finanzas públicas. La priorización del pago de la deuda soberana por parte de finanzas durante la pandemia fue motivo de críticas de distintos sectores; no obstante, dicho accionar permitió posteriormente al país llevar a cabo un proceso de renegociación de la deuda exitoso.

El 98% de los tenedores aceptó reestructurar 10 bonos por tres nuevos (2030, 2035, 2040); adicionalmente, se obtuvo un alivio en el pago de las obligaciones por USD 16.452 millones durante los próximos 10 años, reducción de USD 1.540 millones de capital de la deuda, duplicación del plazo y disminución de la tasa de interés de 9,3% a 5,2%. 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 y los pagos de intereses en el corto plazo.

La certidumbre institucional sigue sin solidificarse a pesar de la proximidad al cambio de gobierno. Adicionalmente, se evidenciaron cambios importantes en algunos de los Ministerios más trascendentales como el de Finanzas y Gobierno posterior a la salida de Richard Martínez y María Paula Romo respectivamente. Los niveles de credibilidad y confianza en las entidades más representativas del sector gubernamental se encuentran en mínimos históricos a enero de 2020.

Por otra parte, la liquidez de ciertas instituciones estatales y de seguridad social se ha visto comprometidas por el uso de instrumentos financieros estructurados. Finalmente, en lo que respecta a la competitividad del país, el Ecuador ocupó la posición 90/141 en el Índice de Competitividad Global cayendo 4 posiciones respecto al año 2018. Los fundamentos de mejor posición para Ecuador en el ranking global son infraestructura (puesto 62) y salud (puesto 50), adicionalmente, el país subió su puntaje los pilares de adopción de TICs, estabilidad macroeconómica, mercado laboral, Mercado de productos, dinamismo en los negocios y capacidad para innova.

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

Bajo el nuevo escenario económico producto de la pandemia del coronavirus que trajo consigo una serie de eventos sistémicos adversos, los ingresos del año 2020 se vieron considerablemente afectados por la caída del precio del petróleo a niveles históricos y por la disminución en la recaudación tributaria por la contracción económica. En el análisis histórico, 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 para el 2020 se reconfiguraron. Dado que el Ecuador ha sido 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 proyectaron decrecimiento económico para el 2020. El Banco mundial y el Fondo Monetario internacional también realizaron estimaciones en base al escenario reconfigurado y estipularon decrecimientos del Producto Interno Bruto superiores al 11%. A diciembre de 2020, El Banco Central del Ecuador (BCE) publicó nuevas previsiones del PIB y plantea un escenario menos pesimista que los organismos internacionales antes mencionados. El BCE estima que la economía ecuatoriana decrecerá en 8,9% en el 2020. Cabe recalcar que a enero de 2021 no existe una evaluación final del decrecimiento del 2020 respecto al 2019. Para el año 2021 el Banco Central del Ecuador estima un crecimiento de la economía ecuatoriana del 3,1% respecto al 2020.

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, sin embargo, cerca del 80% de las exportaciones se sigue concentrando en petróleo y productos primarios tradicionales.

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

En octubre del 2020, el flujo de bienes y servicios de la economía con el sector externo dejó un saldo de USD 2.688 millones de dólares. Se mantiene el deterioro de todo el sector exportador, mismo que presentó una variación anual en septiembre de -10,7% en el periodo en mención. Por su parte, las exportaciones no petroleras presentaron una variación anual de 10,5% y los principales productos exportables sigue siendo el camarón, cacao, banano y madera. Estados Unidos se posiciona como el principal destino de exportación con exportaciones por USD 3.993 millones a octubre del 2020. Al analizar históricamente la balanza comercial, se observa que se ha mantenido en términos generales su estructura en los últimos años. Es importante recalcar que el 11 de diciembre la Alianza del Pacífico y Ecuador firmaron los términos de referencia para avanzar en una futura negociación para la incorporación del país como miembro asociado a este mecanismo regional de comercio.

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 2. Precio del Barril de Petróleo WTI*

Fecha	Precio petróleo WTI (\$)
Diciembre 2020	51,33
Noviembre 2020	40,94
Octubre 2020	39,40
Septiembre 2020	39,63
Agosto 2020	42,34
Julio 2020	40,71

**Fuente:** The Economic Times

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



### Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público

En noviembre del 2020, la deuda agregada fue de USD 60.049 millones (62,11% del PIB). Los bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos concentran el mayor porcentaje de deuda interna (USD 13.335 millones), seguidos por obligaciones con el Banco de Desarrollo del Ecuador por USD 1,449 millones; mientras que la deuda externa tiene mayor concentración en bonos emitidos en mercados internacionales (USD 17.910 millones) seguida de las obligaciones con organismos internacionales (USD 17.910 millones). El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de problemas estructurales en las finanzas públicas.

Se evidencia una tendencia creciente en el endeudamiento público del país a pesar de encontrarse al borde de los márgenes permitidos por La Ley y sobrepasando la sostenibilidad financiera técnica esperada. Es importante señalar que por factores macroeconómicos expresados en el presente análisis se deterioraron las calificaciones de riesgo soberano en el primer semestre del 2020, sin embargo, posterior a la renegociación de la deuda soberana estas calificaciones mejoraron significativamente mejorando la posición del Ecuador en los mercados financieros internacionales y abriendo la posibilidad de mejorar la calidad de la deuda contraída. A continuación, se presenta el histórico de la evolución de las calificaciones de riesgo soberano:

Tabla 3. Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador.

Línea de Tiempo	Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador		
	S&P	FITCH	MOODY'S
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	
01/09/2020	La calificación de los bonos soberanos mejora de SD/SD a B-/B		
03/09/2020		Se mejora la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de RD a B-	

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

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 estas; 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.

El 30 de septiembre de 2020 el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional aprobó un nuevo préstamo a Ecuador por un valor de USD 6.500 millones a 27 meses, según informó el comunicado. Este acuerdo consentirá el desembolso inmediato de USD 2.000 millones permitiendo de esta manera al gobierno central reducir atrasos en obligaciones salariales, aumentar la protección social y fortalecer la dolarización según mencionó el presidente de la República.

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

Las reservas internacionales del Banco Central fueron de USD 7.184 millones al 8 de enero del 2021, lo mostrando una recuperación en el nivel de cobertura de los requisitos de reserva de las instituciones financieras, mismo que se ha posicionado entre los niveles más bajos desde que el Ecuador se dolarizó en este año. 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 -0,76%, 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, estimaciones que se vieron afectadas por los factores explicados en el presente informe. La inflación anual en diciembre 2020 fue de -0,93%.

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 1.041 puntos en diciembre de 2020, situándose como el segundo riesgo más alto de la región en este periodo por debajo de Argentina.

## **RIESGO SECTORIAL**

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

Vepamil S.A. pertenece al sector comercial, considerado como uno de los principales generadores de ingresos del país, históricamente representa el 10% del PIB. Una de las características del sector es su heterogeneidad y bajas necesidades de capital, por lo que su nivel de competencia es alto y la diferenciación es baja. Según el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), a través de la Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo (ENEMDU), sostiene que, con período de recolección a septiembre de 2020, la tasa de participación global fue de 62,8%, empleo adecuado de 32,1%, subempleo de 23,4% y desempleo de 6,6% de la población económicamente activa.

Dadas las restricciones de movilidad debido a la crisis sanitaria por la pandemia de COVID-19 y la declaratoria de Emergencia Sanitaria en el país, la demanda de combustibles para el sector

automotriz presentó una caída e incrementó un 55% durante el mes de junio del presente año, tras la flexibilización de la circulación vehicular por parte del Gobierno.

El subsector al que pertenece la compañía corresponde a la “Venta al por mayor de petróleo crudo” bajo el código CIU G4661.01. Se evidencia una elevada concentración por parte de las empresas más representativas del subsector siendo estas: Masgas S.A., Vepamil S.A. y Corpetrolsa S.A. Obteniendo el emisor el 30,12% de participación de mercado en las ventas del año 2019.

Respecto a las Fuerzas Competitivas de Porter, se evidencia altas barreras de entrada para potenciales competidores dada la fuerte competitividad de las empresas de la industria, requisitos de capital inicial elevados, reconocimiento de las marcas y regulaciones por parte del Gobierno. El poder de negociación frente a los proveedores es bajo, gran cantidad de productos a comercializar corresponden a marcas que provienen del exterior y depende de los precios internacionales y, por otro lado, otros productos comercializados por el subsector son abastecidos por la Empresa Pública de Hidrocarburos del Ecuador (EP Petroecuador), lo cual sujeta a estas compañías a las disposiciones estatales. Con respecto a los compradores, tiene un poder de negociación elevado dado que el subsector no solo ofrece productos de marcas internacionales con tecnología avanzada, sino que configuran un bien necesario para el funcionamiento y mantenimiento de los distintos medios de movilización terrestre y pesquera. Finalmente, el riesgo de sustitución es bajo, dado que los sustitutos cercanos como biocombustibles poseen un elevado costo de transición. Cabe mencionar, también, la dependencia a los bienes complementarios de lubricantes y combustibles, correspondidos al sector automotriz.

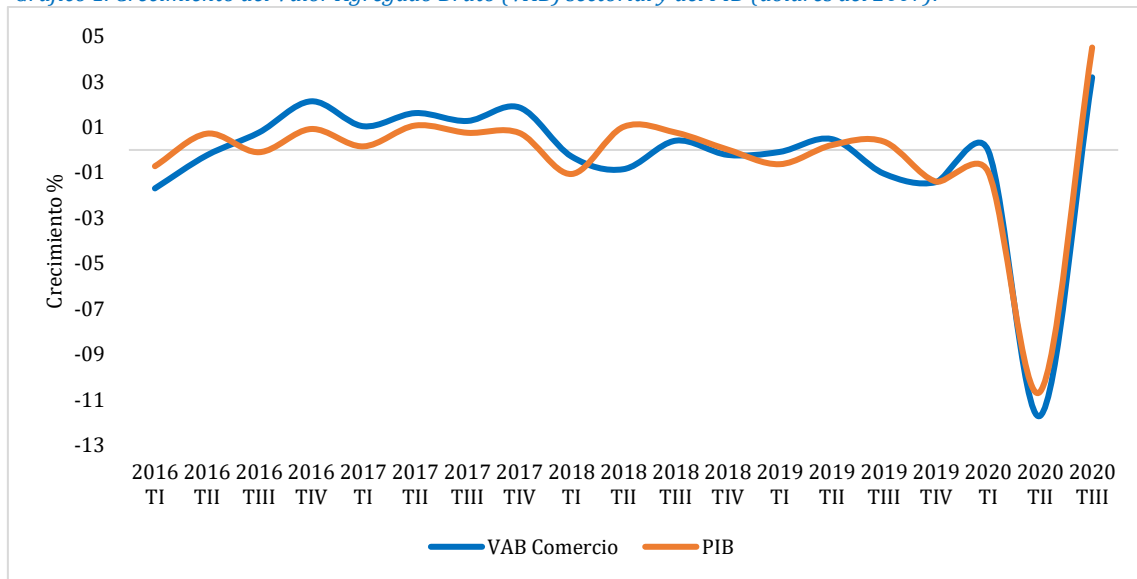
### ***Análisis de los Principales Factores Cíclicos y de Crecimiento del Sector***

Al analizar los movimientos del sector comercial, se observa que el crecimiento del Valor Agregado Bruto (VAB) del Comercio y el PIB van en la misma dirección. Se evidencia un incremento a inicios de 2016 y fluctuaciones constantes hasta el año 2018, periodo en el cual se muestra una disminución en el sector y con horizontes poco favorables a regresar a niveles de crecimiento de periodos anteriores.

Desde finales del cuarto trimestre de 2019, el sector comercial presenta una tendencia decreciente, agudizada por la crisis económica a todo nivel, eventos como paralización de 14 días de actividades de octubre de 2019 a causa de protestas sociales y políticas y la pandemia por COVID-19 a inicios de 2020. A junio de 2020, el sector comercial decreció en -9,5%, cifra cercana a la contracción del PIB nacional -10%.

El subsector de ventas de combustibles y lubricantes encamina su comportamiento a la evolución de la economía del país. Desde inicios del tercer trimestre de 2018, el sector comercio presenta una tendencia decreciente, agudizada por la crisis económica, paralización de actividades en octubre de 2019 a causa de protestas socio-políticas y aceleradas por la pandemia del COVID-19 desde marzo de 2020, llegando a una variación negativa de 9,8% para el segundo trimestre del 2020, dado el nivel de ausentismo, restricciones comerciales y de movilización que afectó al desempeño del sector y sus relacionados.

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.

Considerando las 10 empresas comparables<sup>1</sup> dentro de la misma actividad de Vepamil S.A., las ventas a finales de 2019 totalizaron USD 757,44 millones, con un incremento con respecto al período 2018 de 7,68%. El EBITDA del año 2019 fue de USD 8,84 millones con un decrecimiento de -23,72% con respecto al año anterior. El indicador de rendimiento EBITDA/Ventas para el 2019 indica que el 1,17% de los ingresos por ventas son ganancias netas antes de impuestos, intereses, depreciación y amortización, mientras que en el 2018 fue de 1,65%, evidenciando leve deterioro en el indicador.

Tabla 4. Indicadores Generales del sector.

Año	Ventas Miles USD	Δ% Ventas	EBITDA	Δ% EBITDA	EBITDA/Ventas (%)
2017	609.483	-	10.043	-	1,65%
2018	703.437	15,42%	11.590	15,41%	1,65%
2019	757.439	7,68%	8.841	-23,72%	1,17%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

### Regulaciones del Sector

El sector comercial depende del acceso a materias primas y bienes de capital en los que muchos segmentos se proveen de insumos del exterior, como es el caso de la industria de formulación de fertilizantes y productos químicos para la agroindustria que tiene una amplia demanda de materia prima importada, por lo tanto, las restricciones comerciales tienen efectos negativos en este sector.

Al comercializar combustibles y productos derivados del petróleo, el sector se ve regulado por la Agencia de Regulación y Control Hidrocarburífero (ARCH) del Gobierno, creada en la Ley Reformatoria a la Ley de Hidrocarburos y a la Ley de Régimen Tributario Interno en el 2010, quien corresponde al organismo encargado regular, controlar y fiscalizar las actividades de la industria hidrocarburífera ejercidas en el territorio ecuatoriano. Para marzo de 2020, la ARCH realizó una inspección en la infraestructura, por la crisis sanitaria del COVID-19, en todas las estaciones de servicios, plantas de envasado de Gas Licuado de Petróleo (GLP) y centros de acopio en todo el país.

<sup>1</sup> Se consideraron las siguientes empresas: Vepamil S.A., Masgas S.A., Lubricantes Internacionales S.A. (LUBRISA), Corpetrolsa S.A., Terpel-Comercial Ecuador Cía. Ltda., Oceanoil S.A., Total Colombia S.A.S., Comercialización de Derivados de Combustibles Petroandes S.A., Sumarecuador S.A., Ecoilsa S.A.

Por otro lado, en abril del 2019, el Gobierno, mediante el Decreto Ejecutivo No. 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 24 de septiembre de 2020, además, entró en vigencia el Decreto Ejecutivo No. 1158, en el cual se establece el mecanismo que permite la importación de derivados del petróleo por parte del sector privado con el objeto de asumir, progresivamente, los costos de importación de derivados y, de esta manera, el país cuente a futuro con combustibles bajo la Norma Técnica de Emisiones Euro V y de la OMI 2020. Esto permite a personas naturales o jurídicas nacionales o extranjeras, que se encuentren legalmente establecidas en el país, importar combustibles actuales y nuevos. Así, la Agencia de Regulación y Control de Energía y Recursos Naturales No Renovables establecerá un tarifario para el uso de las instalaciones de empresas públicas del sector hidrocarburífero para que las empresas privadas puedan almacenar, despachar y transportar dichos productos importados. De la misma manera, la entidad ejercerá el control correspondiente para que las compañías abastecedoras y comercializadoras, públicas y privadas, garanticen la demanda y normal abastecimiento de los derivados de hidrocarburos, a escala nacional. Por otra parte, fue ratificado por el Ministro de Energía, que se mantienen los precios del gas licuado de petróleo (GLP) para uso doméstico, agrícola o vehicular. Con la anterior medida, se espera una reducción de concentración de mercado por parte de las empresas petroleras del sector público y reducir peso sobre las finanzas públicas del país.

Con respecto a los lubricantes, no existen regulaciones específicas que limiten el crecimiento del subsector, no obstante, se han establecido cumplimientos mínimos de calidad, normas técnicas para la correcta aplicación del producto, cumplimiento de modelos de gestión ambiental para el manejo de desechos peligrosos.

La compañía Vepamil S.A., además, está sujeta a regulaciones y controles de numerosos cuerpos legales del país que velan por el cumplimiento de normas y procesos según sus distintas áreas de interés. Entre estas entidades públicas destacan: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Ministerio de Relaciones Laborales, Ministerio de Salud, Normativas Municipales, Servicio de Rentas Internas y Defensoría del Pueblo. Así como las disposiciones generales vigentes previstas en la Constitución de la República del Ecuador en referente a la Gestión Integral de Residuos Sólidos, prevención de contaminación y la Ley de Gestión Ambiental que establece los principios y directrices de la política ambiental, instrumentos de control y prevención.

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

Vepamil S.A. es una empresa ecuatoriana constituida en 1990, en el cantón Guayaquil, con la actividad principal de comercializar toda clase de combustibles, lubricantes y derivados del petróleo y mantiene vigente, únicamente la presente emisión en el mercado de valores.

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

La compañía desempeña sus actividades dentro del sector comercial bajo el subsector comercialización de y distribución de combustibles y derivados del petróleo.

Vepamil S.A. cuenta con 30 años experiencia dentro del mercado y mantiene su oficina matriz en Guayaquil y oficinas en Quito y Cuenca. Posee una cartera de productos compuesta por: lubricantes y TBAS, combustibles, filtración, 3M y IKCP. Distribuyendo marcas como Kimberly-Clark Professional, Ansell, Encon y 3M (líder mundial en tecnología diversificada) a las industrias automotriz, construcción, consumo masivo, señalética, marino, entre otros. Además, la compañía brinda servicios de asesoría y mantenimiento a sus clientes.

Las ventajas comparativas y competitivas son:

- Cobertura a nivel nacional.

- Comercializador de marcas premium altamente reconocidas y posicionadas en el mercado internacional como Kimberly-Clark y 3M, líder mundial en tecnología diversificada con más de 65.000 productos dirigidos a las distintas industrias.
- Amplio portafolio de productos dentro de sus líneas de negocio.
- Servicio técnico especializado.
- Certificaciones: Certificación de Integridad de Producto (Distributor Product Integrity Management), Certificado de Calificación de Proveedores Lógica Código 109215
- Posee una Licencia Ambiental otorgada por el Ministerio del Ambiente.

### ***Principales Competidores***

El mercado al que pertenece Vepamil S.A. posee un nivel de competitividad elevado en términos de precios debido a la escasa diferenciación de productos que se comercializan, además del posicionamiento y reconocimiento de las distintas marcas que favorecen la fidelidad de los clientes. Aquellos considerados como competencia directa son: Repsol Ecuador S.A., Terpel Comercial Ecuador, Masgas S.A.

Vepamil S.A., por su parte, posee una moderada participación en comparación con sus competidores. Según la información provista por la compañía, dentro de la línea de combustibles, obtiene el 45% del mercado del segmento industrial, en lubricantes una participación del mercado 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%) y el 35% del mercado de los productos comercializados industriales.

El riesgo de sustitución es bajo, dado que los sustitutos cercanos como biocombustibles poseen un elevado costo de transición. En lo que concierne a la amenaza de nuevos entrantes, se considera limitada, dadas las altas barreras de entrada por la fuerte competitividad de las empresas de la industria, requisitos de capital inicial elevados y regulaciones por parte del Gobierno.

### ***Principales Clientes***

Vepamil S.A. cuenta con un portafolio alrededor de los 10,048 clientes, de los cuales, los 10 principales clientes se componen de personas jurídicas nacionales. Se evidencia una cartera de principales clientes con un nivel de concentración moderado, Industrial Pesquera Santa Priscila, que dedica sus actividades a la comercialización de productos del mar, es el cliente más representativo, con una participación en las ventas (dentro de los principales clientes) al 30 de noviembre de 2020 de 32,06% y 29,96% al término del ejercicio 2019 y el segundo principal cliente, Abatangelo S.A., dedicado a la comercialización de combustibles, posee una participación de 14,53% a noviembre de 2020. En este sentido, se evidencia una cartera de clientes considerablemente atomizada dado que la empresa comercializa productos destinados a todos los sectores productivos (lubricantes, combustibles, insumos industriales, etc.), que reduce posibles riesgos de crédito y dependencia de la empresa hacia un sector particular.

En cuanto a las condiciones de crédito, Vepamil S.A. cuenta con un departamento de crédito, se tiene una política interna de créditos por línea de negocios, en los cuales los clientes se encuentran clasificados por cada caso (sector, tamaño, etc.). Para combustibles, se vende de contado y con plazos que van desde los 5 hasta los 30 días, en casos muy excepcionales, para los lubricantes, plazos de 30 y 60 días y para los insumos Industriales, a 30, 45 y 60 días.

Al 30 de noviembre de 2020, el saldo de cuentas por cobrar es de USD 16,76 millones, dentro del cual, el rubro correspondiente a compañías relacionadas asciende a USD 2,57 millones, equivalente al 15,36%. Con respecto al 30 de noviembre de 2020, el rubro incrementó en 20,04% debido a la captación de nuevos clientes en el año 2020.

Por otro lado, el poder de negociación de los clientes de Vepamil S.A. es bajo, pues la compañía posee un portafolio de productos cuyas marcas se encuentran posicionadas en el mercado local e internacional y que son requeridos para el mantenimiento y funcionamiento de los medios de

movilización de las distintas industrias. En este sentido, la empresa se ubica en una posición favorable frente a sus clientes al ofrecer diversidad de productos dentro de sus líneas de negocios y no concentrar su mercado objetivo a un único sector. Cabe mencionar que la compañía se respalda de la calidad, posicionamiento y reconocimiento de las marcas que comercializa para fidelizar a sus clientes ya que la empresa no compite en el mercado por precios sino por las cualidades “premium” que proporcionan los productos de todas sus líneas de negocio, lo cual ha permitido mantener una cartera de clientes robusta.

*Tabla 5. Principales clientes.*

Cliente	% Participación 2019	% Participación Nov-2020
Industrial Pesquera Santa Priscila	29,96%	32,06%
Abatangelo S.A.	13,41%	14,53%
Herdoiza Crespo Construcciones S.A.	10,39%	6,46%
Cartones Nacionales S.A.I -Cartopel	7,46%	7,99%
Produmar S.A.	7,30%	8,66%
Papelera Nacional S.A.	7,30%	9,55%
Procesadora Nacional De Alimentos C.A. Pronaca	6,47%	6,26%
Acería del Ecuador C.A. Adelca	5,96%	4,59%
Compañía de Elaborados de Café Elcafe C.A.	5,93%	5,34%
Deripetrol S.A.	5,82%	4,57%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Vepamil S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

### **Principales Proveedores**

Con respecto a los proveedores de Vepamil S.A., estos pertenecen, entre otras actividades, a la comercialización de lubricantes. Se evidencia dentro de los 10 principales proveedores un nivel de concentración moderado, teniendo una participación de 44,86% Empresa Pública de Hidrocarburos del Ecuador (EP Petroecuador), dedicada a la explotación de hidrocarburos en el Ecuador. El segundo principal proveedor posee una participación de 36,13% al 30 de noviembre de 2020, con un incremento de 19,18% con respecto al término del ejercicio 2019, correspondido por la empresa ENI Ecuador S.A., dedicada a la comercialización de Gas Licuado de Petróleo (GLP), petróleo y derivados.

La compañía Vepamil S.A. cuenta con políticas formalizadas para proveedores, se encuentra internamente establecido que todas las cuentas por pagar a proveedores se cancelan en la fecha de vencimiento. Con respecto a sus mayores proveedores, para la línea de combustibles, 10 días plazo, lubricantes, 90 días desde la fecha de emisión de la factura, emitiéndose esta factura en el momento en el que Vepamil S.A. realiza la venta a su cliente e insumos industriales, 45 y 60 días.

La empresa evidencia prácticas favorables en relación con sus proveedores. En el segmento lubricantes, la compañía realiza planes de colocación de productos en el mercado, dependiendo de la demanda esperada fundamentada en la información histórica y expectativa futura que, al mantener contratos de macro-distribución en el que se establece una política de inventario bajo consignación en bodegas, el proveedor se informa adecuada y oportunamente de la demanda planificada por la compañía y así proporciona el producto. En este sentido, Vepamil S.A. se compromete a alcanzar un nivel determinado de ventas y el proveedor a abastecer dicho nivel de ventas con productos. Esta práctica, además, permite que la compañía disponga del tiempo prudencial para planificar y actuar en caso de retiro por parte del proveedor ya, al poseer productos en consignación en bodegas, conoce con exactitud la información sobre los productos que se encuentran en tránsito por parte proveedor.

En el segmento de combustible, Empresa Pública de Hidrocarburos del Ecuador (EP Petroecuador), se maneja contrato de comercialización en el que están estipuladas las condiciones de pago y el límite de crédito y con la línea de insumos industriales, la empresa comparte planes de sell-out y sell-in, que facilita la fluidez de información entre las partes para el correcto abastecimiento de productos.

Finalmente, a los 3 proveedores multinacionales (ENI, 3M y Kimberly-Clark) se le hace la mayoría de compras locales, ellos importan y Vepamil S.A. les compra. De existir casos particulares de algún producto que no lo importe la compañía proveedora y que el emisor venda, lo importa directamente de la marca internacional. En ese caso, el departamento de compras tiene un área de importaciones que se encuentra altamente capacitado. Cabe mencionar que existen otros proveedores del exterior de los cuales se importan productos o insumos industriales (como guantes, termos, etc.) y de los que nunca se han presentado problemas de cupos por ser importaciones menores.

*Tabla 6. Principales proveedores.*

Proveedor	% Participación 2019	% Participación Nov-2020
Empresa Pública de Hidrocarburos del Ecuador (EP PETROECUADOR)	57,76%	44,86%
ENI Ecuador S.A.	16,95%	36,13%
3M Ecuador C.A.	4,69%	7,72%
Lutexsa Industrial Comercial Cía. L	12,51%	6,26%
Kimberly-Clark Ecuador S.A.	7,78%	4,88%
Indecauchó Cía. Ltda.	0,31%	0,14%
<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***

Las líneas de negocios de Vepamil S.A. se componen de: lubricantes y TBAS, combustibles, 3M e IKCP y filtración. Según la información provista por la empresa, a los últimos 12 meses hasta noviembre de 2020, es decir, de 01 de diciembre de 2019 al 30 de noviembre de 2020, se registraron USD 188,66 millones en ingresos por ventas, mientras que, para el 31 de diciembre de 2019, USD 144,66 millones, equivalente a un incremento de 30,42% debido a que, si bien la principal línea de negocios, combustibles, experimentó una contracción en términos de volumen dada la disminución del consumo del líquido por las restricciones de movilidad, toque de queda y confinamiento durante la crisis sanitaria, y la línea de lubricantes se vio paralizada, mientras que la línea de negocios de insumos industriales tuvo un fuerte dinamismo, ya que estos incluyen productos de cuidado, limpieza y seguridad industrial premium (guantes, mascarillas, trajes, gorras, botas, etc. de alta calidad) que incrementaron su demanda en medio de la pandemia, en donde el incentivo de los consumidores fue guiado por la calidad en lugar del precio. Es importante mencionar que la compañía mantuvo los precios de sus productos durante la pandemia.

*Tabla 7. Ventas por líneas de negocio. (cifras en miles de USD).*

Línea de Negocio	Nov-19 (12 meses)		2019		Nov-20 (12 meses)	
	USD	%	USD	%	USD	%
Combustibles	57.549	86,36%	125.880	87,02%	165.739	87,85%
3M y IKCP	3.521	5,28%	7.638	5,28%	11.676	6,19%
Lubricantes y TBAS	5.566	8,35%	11.134	7,70%	11.164	5,92%
Filtración	0	0,00%	3	0,00%	78	0,04%
<b>Total</b>	<b>66.636</b>	<b>100,00%</b>	<b>144.656</b>	<b>100,00%</b>	<b>188.657</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Vepamil S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los ingresos de la compañía presentan un comportamiento creciente dentro de los períodos 2017 a 2019, sin embargo, se evidencia una contracción de 28,77% del 31 de diciembre de 2019 al 30 de noviembre de 2020 por el efecto adverso de la pandemia sobre el subsector de combustibles y lubricantes, los cuales representan la mayor proporción de las ventas del emisor.



La compañía indica que, siendo conservadores, para finales del 2021 espera alcanzar los mismos niveles de ventas del 2019 ya que el 2020 no hubo crecimiento.

**Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio**

Tabla 8. Eficiencia operativa y rentabilidad.

Eficiencia		Promedio Industria		Vepamil S.A.		
		2018	2019	nov-19*	2019	nov-20*
Días de cartera	d	60	79	35	33	51
Días de inventario	d	-297	52	19	19	22
Días de proveedores	d	35	87	15	15	33
Ciclo de conversión de efectivo	d	-272	44	39	37	40
Utilidad/Ventas	%	0,44%	0,06%	1,60%	0,93%	-0,21%
Ventas /Activo	%	447,92%	429,72%	549,92%	521,32%	404,95%
Margen Bruto / Venta	%	7,36%	6,75%	5,03%	6,61%	7,31%
ROA	%	1,98%	0,26%	8,80%	4,82%	-0,85%
ROE	%	6,22%	0,92%	21,14%	13,50%	-2,41%

\*Información interanual acumulada 12 meses.

Fuente: Vepamil S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Considerando la información acumulada de 12 meses para este apartado, esto es, del 01 de diciembre de 2019 al 30 de noviembre de 2020 para “nov-20” y 01 de diciembre de 2018 al 30 de noviembre de 2019 para “nov-19”, Vepamil S.A. posee un indicador de 51 días de cartera, representando un incremento de 16 días con respecto a noviembre de 2019 y 18 días con respecto al 31 de diciembre de 2019, debido a que, durante el presente año, por la crisis sanitaria, la empresa vio incrementada su cartera vencida por los pequeños distribuidores de sus productos (vulcanizadoras) y por el incremento de la cartera de clientes en el 2020 dentro de sus tres líneas de negocios; aumento de ventas en la línea de insumos industriales (protección personal), lubricantes aumentó, aunque en pequeña proporción, la cartera debido a que otros negocios de lubricantes (lubricadoras y tecnicentros de lubricación) por pandemia pararon de trabajar y combustibles incrementó por una relación de negocios a mediano plazo que se hizo con otra compañía (que brinda a Vepamil S.A. apoyo logístico) para servir a una cartera de clientes de otra provincia. Y se prevé que se mantenga por el 2021. Comparado con el promedio de 10 empresas dentro del sector en el 2019 (79 días), la compañía se ubica en una posición favorable, ya que la empresa evidencia recuperación de cartera en un menor tiempo estimado en comparación con sus pares.

Al 31 de diciembre de 2019, la compañía ubica el indicador días de inventario en 19 días, y a noviembre de 2020 se ubica en 22 días, lo anterior se debe a que Vepamil S.A. mantiene el rubro de inventarios considerablemente constantes y en al término de noviembre de 2020 la compañía experimentó una contracción en sus utilidades. La política de inventario se maneja en conjunto con los proveedores; con ENI, se tiene una política de consignación de productos en la bodega de Vepamil S.A., la cual, mediante la planificación de compra de corto, mediano y largo plazo, con 3M, se mantiene de forma más independiente, se tiene inventario para 3-4 meses, que son líneas de protección industrial (tapones, orejeras, mascarillas, cascos, reflectivos, cintas, etc.) y con Kimberly-Clark se tiene una política 1-2 meses de inventario. En comparación con el indicador de las empresas del sector al 2019 (52), se posiciona en ventaja.

El indicador de días de proveedores se ubicó en 33 días para noviembre de 2020, con un incremento de 18 días en el indicador con respecto a noviembre de 2019, debido a que se flexibilizaron los plazos, durante la pandemia, en combustibles a todo el sector de comercialización de dicho insumo para venta nacional e internacional y, además, por la incorporación de la compañía ENI Ecuador S.A. dentro del portafolio de proveedores, cuyas políticas de pago favorecen el flujo de la compañía por su mayor flexibilidad, en comparación con la marca de lubricantes que el emisor comercializaba

anteriormente (Mobil), al tener operación local y ser considerado un socio estratégico de Vepamil S.A. Además, en la época de pandemia, Petroecuador extendió hasta 7 días más los pagos que ha favorecido al capital de trabajo de la compañía. Principalmente por lo anterior, se evidencia un poder de negociación frente a los proveedores bajo, pues la compañía adquiere sus productos en mayor proporción de una empresa del Estado y, por otra parte, proviene del exterior y depende de los precios y condiciones de pago internacionales.

Los indicadores de cuentas por cobrar, inventario y cuentas por pagar no han experimentado, en conjunto, variaciones significativas por lo que el ciclo de conversión de efectivo de la empresa entre los períodos noviembre de 2019 a noviembre de 2020, presenta un incremento de 1 día pasando de 39 días a 40 días. Con respecto al 31 de diciembre de 2020, la empresa se ubica por encima del promedio de las 10 empresas comparables dentro del subsector utilizadas en el presente análisis (44 días). En este sentido, se evidencia en mencionado período la empresa ha optado por una estrategia comercial con proveedores y clientes y rotación de inventarios que favorece el manejo de liquidez y flujos a la compañía. Además, cabe también mencionar que la compañía cuenta con capital de trabajo positivo y creciente, ubicándose en USD 16,17 millones, al 31 de diciembre de 2020, (USD 15,09 millones al 30 de noviembre de 2020) ya que la empresa ha emitido, principalmente, obligaciones de largo plazo y mantenido un nivel de activos corrientes significativos con respecto al total de activos, manteniendo así sus niveles de liquidez elevados.

En referencia a la actividad operativa, durante la crisis sanitaria, la compañía no paralizó sus actividades en general, sin embargo, la operatividad se vio definido acorde a las líneas de negocio, mientras las líneas lubricantes y combustibles se vieron afectadas por las restricciones del Gobierno, la línea de insumos industriales experimentó un mayor dinamismo. De esta manera, la empresa proporcionó equipos a sus colaboradores administrativos para ejercer bajo modalidad teletrabajo y los operativos funcionaron con normalidad bajo las respectivas medidas de bioseguridad.

La rentabilidad de Vepamil S.A. viene dada por la comercialización de combustibles, lubricantes e insumos industriales. El margen neto evidenció un deterioro, ubicándose en -0,21% a noviembre de 2020, considerando el incremento de la proporción de costos de ventas sobre los ingresos en dicho período, sumado a la contracción de los ingresos percibidos. La rotación de activos se ubicó en 4,05 veces y el multiplicador de capital en 2,83 veces, evidenciando una leve contracción ya que la empresa incrementó su patrimonio. Con el anterior análisis Dupont, se evidencia que la empresa presenta una posición favorable con respecto a la obtención de rentabilidad.

Finalmente, el rendimiento sobre los activos (ROA), a diciembre de 2019, se ubicó en 4,82%, mientras que, para noviembre de 2020, se ubica en -0,85%. La rentabilidad sobre los fondos propios de la empresa (ROE), por su parte, se ubicó en 13,50% a diciembre de 2019 y en -2,41% a noviembre de 2020. Lo anterior, debido a que la empresa ha tenido pérdidas, considerando la información acumulada de los últimos 12 meses. En comparación al promedio de los 10 comparables dentro del subsector en el año 2019 (ROA, 0,26%) (ROE, 0,92%), la compañía se ubica en una posición favorable.

## RIESGO ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

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

Según la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la compañía Vepamil S.A. cuenta con un capital suscrito a la fecha de USD 2,00 millones y presenta la siguiente composición accionaria:

*Tabla 9. Participación accionaria.*

No.	Nombres	Nacionalidad	Capital	%Participación
1	Hispanogroup S.A.	Ecuador	2.001	100,00%
2	Romero Prado Alfonso Daniel	Ecuador	0	0,00%
<b>TOTAL</b>			<b>2.001</b>	<b>100,00%</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

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

El accionista principal, Hispanogroup S.A., cuenta, además, con participación accionaria en la empresa Biosonic S.A. (relacionada), dedicada a la comercialización de equipos, Abatangelo S.A. (relacionada) dedicado a la venta de combustible, Oceanbat S.A. (relacionada), dedicado al transporte de carga, Expodelta S.A. (relacionada) que se dedica a la venta al por mayor de petróleo, Biofactor S.A. (relacionada), distribuidor de lubricantes, Navestation S.A. (relacionada) dedicada a la organización de envíos de grupo e individuales, Sea & Oil S.A. SEAOILSA, comercializadora de combustibles, Kvass S.A. (relacionada), fabricante de aceites, Métrica del Pacífico S.A. Metripacif (relacionada), promotora inmobiliaria, Biobase S.A., fabricante de lubricantes, Vicferrihot S.A. Vichot (relacionada), que opera en hoteles e Inmobiliaria Inmotornin S.A. (relacionada), la cual opera en arrendadores de bienes raíces.

Por su parte, Romero Prado Alfonso Daniel, es también accionista de las empresas: Biosonic S.A., Hispanogroup S.A., Octaf S.A., Metalchete S.A., Kvass S.A., Dialsouth S.A., Métrica del Pacífico S.A. Metripacif, Hormigones Comerciales Hormicom C.A., Aluguersa S.A.,

Cabe señalar que Vepamil S.A. no posee participación accionaria en otras empresas.

Dentro de la plana gerencial, el Sr. Federico Weber ocupa el cargo de Gerente General y Representante Legal con un tiempo de permanencia de 3 años, mientras que Giampaolo Missale ocupa el cargo de Gerente de Línea de Insumos Industriales con 17 años de permanencia y el cargo de Gerente Financiero es ocupado por el Ing. Gonzalo Gonzalez, con 11 años de permanencia.

### ***Gobierno de la Corporación***

La estructura de gobierno de Vepamil S.A. establece a la Junta General de Accionistas como el mayor órgano dentro de la estructura jerárquica de la compañía. En lo que respecta a las directrices operativas y administrativas, la competencia recae sobre las gerencias, comprendidas por Gerente General, Gerente de Línea de Insumos Industriales y Gerente Financiero, quienes posee títulos de tercer nivel y elevada experiencia dentro del mercado de combustibles y lubricantes. Estos directivos se reúnen semanalmente. Cabe mencionar que la empresa forma parte del Grupo Vepamil, lo cual le brinda un soporte económico y administrativo.

Cabe mencionar que, la compañía no cuenta con un Manual de Gobierno Corporativo, sin embargo, en la actualidad, se encuentra en proceso de formalización del mismo. Vepamil S.A. posee departamentos, áreas, jefaturas cuyos miembros cuentan con funciones definidas (crédito, legal, financiero, mercadeo, ventas, etc.), organigrama establecido, responsabilidades y líneas de reporte definidas y un centro de logística independizado. Además, cuenta con manuales y políticas corporativas que se especifican acorde a las dos principales líneas de negocio:

- **Lubricantes:** Al tratarse de empresas multinacionales, se firman convenios confidenciales que disponen de políticas antisoborno, política de ética, política de manejo interno, política de manejo de precio de venta.
- **Combustibles:** Posee manuales internos de procesos dentro de la línea, que se realizaron en conjunto con SAP, para cada uno de los procesos (proceso de compra de combustible, proceso de descarga en los terminales, procesos de entrega). Así mismo, cuando se firma los contratos con cada cliente, se entregan procesos para el manejo de combustibles en cada uno de sus tanques o terminales.

Por otra parte, al 30 de noviembre de 2020, Vepamil S.A. cuenta con 119 colaboradores, distribuidos en 3 personas de equipo gerencial y 116 operativos.

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

La estrategia corporativa se ha encaminado a servir a la industria y al consumidor ecuatoriano, proporcionando soluciones integrales para motivar la eficiencia de sus procesos y necesidades,

poniendo a disposición un portafolio de productos premium, acompañado de servicio técnico de primer nivel.

Con respecto al Plan Estratégico de Vepamil S.A. para el año 2020 y 2021, la compañía se ha enfocado en tres ejes comerciales estratégicos:

- Recuperar volumen de ventas perdido en el 2020 por efecto de la pandemia (COVID-19).
- Consolidarse como principal proveedor de insumos industriales en el Ecuador.
- Ampliar el portafolio de clientes de la marca ENI.

Además, cabe mencionar que la empresa mantiene planes agresivos de mercadeo para la introducción de la marca ENI dentro de su línea de lubricantes, la cual si bien se vio desfavorecida por la pandemia de COVID-19, ubicó a sus competidores en una posición similar para abordar nuevamente la demanda. Finalmente, cuenta con el sistema informático SAP, herramienta digital que brinda respaldo a la gestión empresarial de Vepamil S.A.

#### *Investigación y desarrollo*

Vepamil S.A. no cuenta con procesos de investigación y desarrollo al tratarse de una empresa comercializadora y distribuidora. No obstante, ofrece servicios técnicos a sus clientes de combustibles y lubricantes, para lo cual posee equipo técnico especializados. Además, para el cambio de marca de lubricantes Mobil a lubricantes ENI, la compañía realizó pruebas de laboratorio con sus principales clientes para probar la efectividad de los productos.

#### *Responsabilidad Social*

Vepamil S.A. no cuenta con proyectos de responsabilidad social.

### **RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA**

Para el presente análisis, se ha considerado información auditada proporcionada por la empresa C&R Soluciones Empresariales S.A. para los ejercicios 2017, 2018 y 2019, los que se muestran sin salvedades. Además, se utilizaron los Estados Financieros internos proporcionados por Vepamil S.A.

*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 10. Estructura financiera.*

Periodo	Industria	2017	2018	nov-19*	2019	nov-20*	PROMEDIO 2017-2019
Activo	17.626	27.715	32.087	26.443	28.300	29.466	29.367
Pasivo	12.649	19.748	23.208	15.430	18.192	19.049	20.383
Patrimonio	4.977	7.967	8.879	11.013	10.108	10.417	8.985
Ventas	75.744	136.555	148.795	145.415	147.535	119.322	144.295
Margen Bruto	5.113	8.776	10.427	7.315	9.757	8.725	9.653
EBITDA	884	2.978	3.630	2.558	3.596	2.317	3.401
EBIT	593	2.895	3.526	2.432	3.469	2.166	3.296
EAT ( Utilidad o Pérdida del periodo)	298	731	1.024	2.328	1.365	-251	1.040
Utilidad/ Venta	0,06%	0,54%	0,69%	1,60%	0,93%	-0,21%	0,72%
Ventas / Total Activos	4,30	4,93	4,64	5,50	5,21	4,05	4,93

(Cont.)

Periodo	Industria	2017	2018	nov-19*	2019	nov-20*	PROMEDIO 2017-2019
Total Activos / Patrimonio	3,54	3,48	3,61	2,40	2,80	2,83	3,30
ROA	0,26%	2,64%	3,19%	8,80%	4,82%	-0,85%	3,55%
ROE	0,92%	9,18%	11,53%	21,14%	13,50%	-2,41%	11,40%
NOF/VENTAS	0,05	0,11	0,12	0,11	0,11	0,11	0,11
FM/VENTAS	1,90%	10,01%	9,22%	10,39%	10,01%	11,81%	9,75%
FM/NOF	0,36	0,85	0,72	0,97	0,93	1,09	0,83
Ebitda/ Gasto Financiero	2,97	2,29	2,49	1,93	2,72	3,37	2,50
Deuda/ Ebitda	1,94	4,06	3,45	2,75	2,27	2,36	3,26

\*Información interanual acumulada 12 meses.

Fuente: Vepamil S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

### Estructura Financiera

Los activos de Vepamil S.A. han presentado un comportamiento creciente del 2017 al 2018 y una contracción de 2018 a 2019, ubicando el rubro en este último año por encima del nivel de activos promedio de las 10 empresas consideradas dentro del análisis. Al 30 de noviembre de 2019, el rubro presentó un crecimiento del 11,43%, como resultado del aumento de la cuenta otros activos no corrientes, dada la incorporación del rubro activos por derecho de uso (por la aplicación de NIIF) por el contrato de alquiler de oficinas en Guayaquil.

Al 30 de noviembre de 2020, la empresa distribuye sus activos totales en 91,76% en activos corrientes y 8,24% en activos no corrientes. Las cuentas más representativas dentro de los activos corrientes es la cuenta clientes con el 62,00% de participación. Mientras que, para los activos no corrientes, la cuenta más representativa corresponde a activos tangibles con el 70,98%, el cual considera terrenos, edificios, revaluación de terreno, activos en proceso, maquinarias y muebles y enseres.

Al 30 de noviembre de 2020, las cuentas por cobrar de corto plazo se ubicaron en USD 16,76 millones. A ese mismo período, el total de cuentas por cobrar evidencia una variación positiva de 20,04% respecto a noviembre de 2019, generado por el incremento de portafolio de clientes. En cuanto a las políticas de crédito de la empresa, éstas varían acorde a cada línea de negocio, para combustibles, se vende de contado y con plazos que van desde los 5 hasta los 30 días, en casos muy excepcionales, para los lubricantes, plazos de 30 y 60 días y para los insumos Industriales, a 30, 45 y 60 días.

Con respecto a los inventarios, a los 11 primeros meses de 2020, los inventarios se ubican en USD 6,68 millones y se compone por: 32,77% de lubricantes, 28,98% de combustibles, 37,96% de insumos industriales y 0,29% de filtración. El rubro experimentó una contracción con respecto a noviembre de 2019, de 9,44% que obedece, principalmente, al cambio de marca de Mobil a ENI a partir del mes de septiembre de 2019, con quien se manejan inventarios por consignación. Por su parte, los activos tangibles, a noviembre de 2020, se ubicaron en USD 1,72 millones, con una variación positiva de 3,36% con respecto a noviembre de 2019, lo cual evidencia que la empresa no ha realizado inversiones significativas en su propiedad, planta y equipo. Cabe mencionar que Vepamil S.A., además, cuenta con pólizas de seguros con La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A., por un monto total de USD 1,50 millones.

Los pasivos totales de la compañía se encuentran por encima del nivel de pasivos promedio de sus pares dentro del subsector. Vepamil S.A. ubica este rubro, al 31 de diciembre de 2019, en USD 18,19 millones y USD 19,05 millones al 30 de noviembre de 2020. Este rubro se compone, a los primeros 11 meses del año 2020, por 62,70% en pasivos corrientes y 37,30% en pasivos no corrientes, lo cual facilita a la empresa una mayor disponibilidad de flujos en el corto plazo. La principal cuenta del pasivo corriente corresponde al pasivo sin costo bajo una participación de 83,99% y para los pasivos

no corrientes, la principal cuenta corresponde a los pasivos con costo (obligaciones con instituciones financieras) con el 74,30% de participación a noviembre de 2020. Las cuentas por pagar a proveedores, al 31 de diciembre de 2019, se ubicaron en USD 5,69 millones y USD 10,03 millones a noviembre de 2020, equivalente a una reducción de 76,29% por la incorporación del proveedor ENI Ecuador S.A. sujeto al cambio de marca.

Por otro lado, el patrimonio de Vepamil S.A. se ubica por encima del patrimonio promedio de la muestra de empresas del subsector. De noviembre de 2019 a noviembre de 2020, el rubro se contrae 5,42% como resultado de la disminución de la cuenta resultados acumulados.

Con respecto a los indicadores de liquidez, el capital de trabajo al término del 2019 ascendió a USD 16,17 millones, mientras que, a noviembre de 2020, el rubro se ubicó en USD 15,09 millones, reducción que obedece al incremento de pasivos sin costo en el corto plazo. Por su parte, el indicador de liquidez total, pasa de 2,62 veces a 2,16 veces y prueba ácida de 1,90 veces a 1,70 veces en los mismos períodos. Sin embargo, cabe resaltar que la empresa maneja indicadores de liquidez muy buenos y favorables para la disposición de recursos en el corto plazo, lo cual atenúa este tipo de deterioros.

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

Los ingresos por ventas de Vepamil S.A. han experimentado crecimiento hasta el 2018, mientras que presentó un decrecimiento leve (0,85%) de 2018 a 2019 y continuó con esta tendencia de noviembre de 2019 a noviembre de 2020 contrayéndose 21,17%, debido a los efectos negativos sobre las restricciones de movilidad en consecuencia de la crisis sanitaria declarada en el país por la pandemia de COVID-19, lo cual desfavoreció la venta de las dos principales líneas de negocio de la compañía: combustibles y lubricantes. No siendo el caso de la línea de insumos industriales, el cual incrementó sus ventas. Además, se incorpora a ello que, en principios de pandemia, hubo una restricción de parte del Gobierno Estadounidense sobre las exportaciones del producto de la marca 3M, para lo cual la oferta dependió de la producción de las plantas ubicadas en los demás países (posteriormente, el abastecimiento se vio normalizado) y, por otra parte, el cambio de marca de lubricantes Mobil a ENI, del cual se evidenció decrecimiento en ventas, pequeños distribuidores o compradores (vulcanizadores) dejaron de adquirir los productos. De esta manera, a noviembre de 2020, el rubro se ubica en USD 105,08 millones (USD 147,53 millones a diciembre de 2019). Por otro lado, cabe mencionar que la empresa percibe, además, ingresos no operacionales que se registra como “otros ingresos” correspondientes a reembolsos por gastos de transporte.

La utilidad bruta acumulada a los últimos 12 meses hasta noviembre de 2020, ascendió a USD 8,72 millones con un incremento de 19,27% con respecto al acumulado de noviembre de 2019, debido a que la empresa redujo la proporción de los costos de ventas sobre los ingresos, favoreciendo así la ganancia bruta. Cabe mencionar que, de 2017 al 2019, los costos de ventas han representado, en promedio, el 93,32% de los ingresos, teniendo la línea combustible la mayor participación en costes. El Margen Bruto/Ventas, por tanto, incrementa de noviembre de 2019 a noviembre de 2020, pasando de 5,03% a 7,31%, representando una mejoría en la obtención de beneficios por parte de la empresa entre ambos períodos.

Por otro lado, la utilidad operativa acumulada a los últimos 12 meses hasta noviembre de 2020, ascendió a USD 2,17 millones, mientras que en diciembre de 2019 fue de USD 3,47 millones, lo cual representa una variación negativa de 37,56%. Los gastos operativos presentaron un incremento de 4,00% de diciembre de 2019 a noviembre de 2020 (cifras acumuladas). Los gastos en depreciación se ubican en USD 140 mil a los primeros once meses del año 2020, que contempla el deterioro de la propiedad, planta y equipo de la empresa. Los gastos financieros acumulados, por otra parte, presentaron una reducción de diciembre de 2019 a noviembre de 2020 por 47,93%.

EBITDA se ubica noviembre de 2020 en USD 1,07 millones, equivalente a una contracción de 54,52% con respecto a noviembre de 2019, ya que la compañía ha incrementado sus gastos operativos. Para

finales del 2019, este rubro alcanzó los USD 3,59 millones. Por otro lado, al 30 de noviembre de 2020, la utilidad neta se ubica en USD 518 mil, equivalente al 75,72% inferior comparado con noviembre de 2019. Cabe mencionar, además, que la compañía ha considerado ajustes actuariales por concepto de beneficios a trabajadores que reducen la utilidad del ejercicio.

Por último, la rentabilidad sobre los activos de los últimos 12 meses hasta noviembre de 2020, esto es 01 de diciembre de 2019 al 30 de noviembre de 2020, se ubicó en -0,85% con un promedio de 2017 al 2019 de 3,55%, y la rentabilidad sobre el patrimonio se ubica en -2,41%, con un promedio 2017 al 2019 de 11,40%. Lo anterior se debe a que la compañía ha evidenciado pérdida al considerar la información acumulada de los últimos 12 meses, principalmente por la reducción de los ingresos por ventas por la pandemia COVID-19.

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

Las necesidades operativas de fondeo (NOF) representan los recursos necesarios para financiar las operaciones habituales de la empresa. Para el año 2019, estos fondos se ubicaron en USD 15,97 millones, con una reducción de 12,85% con respecto al período 2018, como resultado de la disminución de las cuentas inventario y clientes. Para el cierre del período 2020, se estima que las necesidades operativas de fondos superen los USD 14,22 millones, equivalente a un decrecimiento de 10,97% con respecto al 2019 bajo la correlación del sector con el comportamiento de la economía y la gestión de la empresa llevada a lo largo del período, considerando, además, un decrecimiento en ventas de 18,00%.

Por otra parte, los recursos de largo plazo disponibles para financiar las NOF comprendido por el fondo de maniobra (FM), se ubicaron en el 2019 en USD 14,84 millones, lo cual indica que la empresa ha financiado sus actividades con fondos externos en pequeña proporción. Para el período 2020, bajo las perspectivas de crecimiento de la economía y de la empresa, se estima que este rubro alcance los USD 15,86 millones.

El indicador NOF/Ventas, considerando la información acumulada de los 12 meses hasta noviembre de 2020 (01 de diciembre de 2019 a 30 de noviembre de 2020), se ubica en 0,11 veces. Por otro lado, la razón FM/NOF al 2019 se ubica en 0,93 veces. Cabe mencionar que, si bien el indicador se ha ubicado por debajo de la unidad, a noviembre de 2020 se ubica en 1,09 veces por el incremento de cuentas por cobrar a clientes. Además, se debe considerar que la compañía mantiene indicadores de liquidez muy favorables; al 30 de noviembre de 2020, capital de trabajo se ubica en USD 15,09 millones, liquidez corriente en 2,26 veces y prueba ácida en 1,70 veces, evidenciando liquidez por parte de la compañía para responder a obligaciones de corto plazo.

### ***Apalancamiento Financiero***

Considerando la información interanual acumulada de 12 meses hasta noviembre de 2019 (01 de diciembre de 2018 al 30 de noviembre de 2019) y hasta noviembre de 2020 (01 de diciembre de 2019 al 30 de noviembre de 2020) para este apartado, el indicador de apalancamiento financiero medido por Total Activos/Patrimonio de la compañía, a noviembre de 2020, es de 2,83 veces, mientras que, a noviembre de 2019, se ubicó en 2,40 veces, es decir, que la empresa mantiene un nivel de apalancamiento moderado, financiando sus activos mayormente por deudas que con capital propio, esto se debe a que la compañía dispone de pasivos sin costo tanto como pasivos con costo. Comparado con el indicador a diciembre de 2019 de las empresas del subsector consideradas en el presente análisis (3,54 veces), la compañía se encuentra en una posición favorable (2,80 veces).

El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto financiero) se ubicó, a noviembre de 2020, en 3,37 veces, incrementando en comparación con noviembre de 2019 (1,93 veces) y diciembre de 2019 (2,72 veces), dado que los gastos financieros evidenciaron contracción a los once primeros meses del año 2020. Por lo anterior, la compañía no solo se muestra en capacidad para cubrir sus gastos

financieros, sino que también es capaz de conservar beneficios para sí misma luego del pago de intereses.

Por otro lado, el ratio Deuda/EBITDA se ubicó, a noviembre de 2020, en 2,36 veces, mientras que, a noviembre de 2019, fue de 2,75 veces, presentando mejoría debido al decrecimiento de la deuda de corto plazo entre ambos períodos. Lo anterior, evidencia que la compañía tiene capacidad suficiente para hacer frente a sus obligaciones a través del EBITDA.

### Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la siguiente tabla. Dichos supuestos se basan en un decrecimiento en ventas del 18,00% para el término del 2020 para el escenario estándar, se estima, además, un incremento de hasta 56 días de cuentas por cobrar y de inventario hasta 24 días, en el peor de los casos.

Tabla 11. Supuestos de proyecciones financieras.

SUPUESTOS						
ESCENARIO	AÑO	Crecimiento en Ventas	Días de Cobro	Días de Inventario	Días de Proveedores	Opex/Ventas
ESTÁNDAR	2020	-18,00%	51	22	33	4,66%
	2021	10,00%	35	22	18	4,66%
	2022	5,00%	35	22	18	4,66%
	2023	5,00%	35	22	18	4,66%
	2024	5,00%	35	22	18	4,66%
PESIMISTA I	2020	-19,04%	54	23	30	4,66%
	2021	9,42%	38	23	17	4,66%
	2022	4,71%	38	23	17	4,66%
	2023	4,71%	38	23	17	4,66%
	2024	4,71%	38	23	17	4,66%
PESIMISTA II	2020	-19,55%	56	24	29	4,66%
	2021	9,14%	39	24	16	4,66%
	2022	4,57%	39	24	16	4,66%
	2023	4,57%	39	24	16	4,66%
	2024	4,57%	39	24	16	4,66%

Fuente: Vepamil S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Con base a los supuestos expuestos, se estima el flujo de caja libre bajo en cada uno de los siguientes escenarios. En el escenario estándar, se estima un flujo de caja libre para el período 2020 de USD 3,81 millones, debido al favorable manejo de indicadores de actividad por parte de la compañía. Se evidencia que la empresa cuenta con los suficientes recursos para pagar sus deudas en el corto plazo, considerando sus indicadores de liquidez históricos y a noviembre de 2020 que no presentarán mayor variación al término del período.

Tabla 12. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Estándar.

ESCENARIO ESTÁNDAR						
	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas (%)	-18,00%	10,00%	5,00%	5,00%	5,00%	0,50%
Ventas	120.979	133.077	139.731	146.717	154.053	135.126
Ciclo de Conversión de Efectivo	40	39	39	39	39	39
Margen Bruto / Ventas	93,07%	93,07%	93,07%	93,07%	93,07%	93,07%
EBITDA / Ventas	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%
Flujo de Caja Libre (FCL)	3.815	1.375	1.575	1.653	1.308	2.105
FCL/Gastos Financieros	5,42	2,04	2,41	2,61	2,04	3,12
Deuda/FCL	2,05	5,54	4,61	4,16	5,27	4,09

Fuente: Vepamil S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.



Por otra parte, bajo un escenario Pesimista I, se estima un decrecimiento en ventas de 19,04% para el cierre del 2020, equivalente a un nivel de ventas de USD 119,45 millones y una dilatación del flujo de conversión de efectivo (de 40 días en el escenario estándar) a 47 días. Bajo estas condiciones, el flujo de caja libre para el período 2020 sería de USD 1,69 millones, denotando cobertura por parte del emisor frente a sus obligaciones de corto y mediano plazo. Además, cabe resaltar que a las condiciones presentadas se le aporta el favorable nivel de liquidez de la compañía en su posición actual.

Tabla 13. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista I.

ESCENARIO PESIMISTA I						
	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas (%)	-19,04%	9,42%	4,71%	4,71%	4,71%	-0,05%
Ventas	119.451	130.708	136.867	143.317	150.070	132.586
Ciclo de Conversión de Efectivo	47	44	44	44	44	45
Margen Bruto / Ventas	93,07%	93,07%	93,07%	93,07%	93,07%	93,07%
EBITDA / Ventas	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%
Flujo de Caja Libre (FCL)	1.688	1.920	1.501	1.572	1.229	1.670
FCL/Gastos Financieros	1,97	2,42	1,93	2,05	1,57	2,09
Deuda/FCL	5,89	4,80	5,98	5,54	7,18	5,55

Fuente: Vepamil S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Bajo un escenario Pesimista II, se estima un decrecimiento en ventas de 19,55% y una dilatación del flujo de conversión de efectivo (de 47 días en el escenario pesimista I) a 50 días. Bajo estas condiciones, el flujo de caja libre para el período 2020 sería de USD 646 mil, con cobertura sobre sus obligaciones de corto plazo al considerar que la empresa maneja un nivel de liquidez muy favorable. A lo anterior, podría incorporarse una mayor agilidad de cuentas por cobrar y en un mayor control de su estructura de costos y gastos para subsanar posible presión de flujos.

Tabla 14. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista II.

ESCENARIO PESIMISTA II						
	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas %	-19,55%	9,14%	4,57%	4,57%	4,57%	-0,32%
Ventas	118.686	129.530	135.448	141.636	148.106	131.325
Ciclo de Conversión de Efectivo	50	47	47	47	47	48
Margen Bruto / Ventas	93,07%	93,07%	93,07%	93,07%	93,07%	93,07%
EBITDA / Ventas	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%
Flujo de Caja Libre (FCL)	646	2.194	1.469	1.536	1.194	1.461
FCL/Gastos Financieros	0,69	2,58	1,74	1,85	1,40	1,71
Deuda/FCL	17,04	4,57	6,70	6,26	8,19	8,64

Fuente: Vepamil S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al analizar las proyecciones en conjunto, se evidencia que en el escenario estándar (apegado a la realidad) el emisor cuenta con flujos suficientes para redimir el pasivo con costo, al menos en el corto plazo. Este escenario está acorde a las proyecciones económicas y sectoriales pronosticadas.

## RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

- ❖ Vepamil S.A., 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.

*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 a diciembre de 2020 muestra que durante el mes de enero a diciembre 2020 se negoció un total de USD 11.887.820 miles, correspondientes a la suma de USD 11.856.009 miles en valores en renta fija y USD 31.812 miles en valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta en el mes de diciembre de 2020, en renta fija el 7,16% de los valores corresponden a papel comercial y el 4,23% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 332 emisores inscritos, de los cuales 178 pertenecen a la provincia del Guayas y 106 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 27% del sector industrial y 13% 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 Vepamil S.A. 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 diciembre 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>2</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.

En lo que respecta al cumplimiento de las garantías y resguardos de la ley, se presenta en la siguiente tabla la posición del emisor:

*Tabla 15. Componente del Análisis de Posicionamiento del Valor en el Mercado.*

Componentes de Análisis del posicionamiento del valor en el mercado		Industria 2019	2017	2018	2019	nov-20
1	Liquidez Corriente	1,13	2,11	1,91	2,62	2,26
2	Endeudamiento Patrimonial	2,54	2,48	2,61	1,80	1,83
<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 no superior al 80%				18,74%
Cumple	Resguardos de Ley	1. 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.				2,46
		2. 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.				1,55

**Fuente:** Vepamil S.A.

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

<sup>2</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 qué 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 liquidez corriente, a noviembre de 2020, para Vepamil S.A. se ubica en 2,26 veces, mientras que, al 31 de diciembre de 2019, fue de 2,62 veces, evidenciando un decrecimiento. La empresa se ubica en términos de liquidez por encima del promedio de la muestra de empresas del subsector en el período 2019. La prueba ácida se ubicó en 1,70 veces a noviembre de 2020, mientras que en diciembre de 2019 fue de 1,90 veces.

Por otra parte, el capital de trabajo asciende a USD 15,09 millones a noviembre de 2020, con una contracción de 6,67% con respecto a diciembre de 2019 (USD 16,17 millones). Cabe mencionar que la compañía ha mantenido un capital de trabajo positivo y superior a los USD 13 millones dentro de todos los períodos de análisis (2017- noviembre de 2020).

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

Los activos que respaldan la emisión corresponden a las cuentas por cobrar libres de todo gravamen. Los riesgos que pueden afectar a la empresa en relación con la calidad de los activos que respaldan la presente emisión y su capacidad para ser liquidados son:

- Incremento de la morosidad de clientes que puedan afectar a la recaudación de créditos y cuentas por cobrar, es decir, el riesgo existente de un posible deterioro de la cartera de créditos.
- Inadecuada gestión de las políticas de cobro y recuperación de cartera.

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

Al 30 de noviembre de 2020, el rubro de cuentas por cobrar a relacionadas asciende a USD 2,57 millones. Los posibles riesgos a considerar son:

- Riesgo de crédito o recuperación de cartera.
- Escenarios económicos adversos que impidan el cumplimiento adecuado de los pagos o en los términos acordados por parte de las empresas relacionadas.

**Riesgos Previsibles en el Futuro**

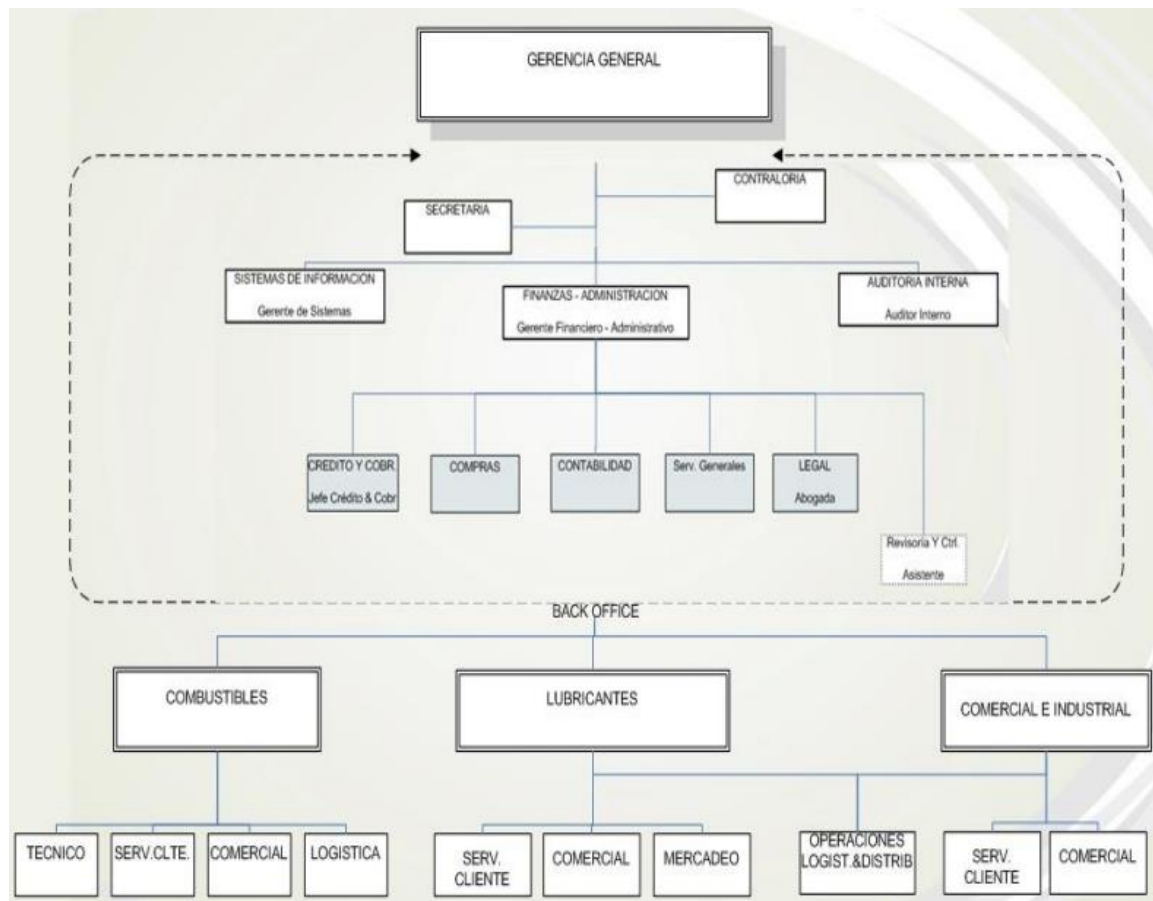
- Perspectivas económicas a nivel nacional e internacional desfavorables que pueden repercutir en el correcto desempeño de la compañía.
- Variación de precio del petróleo.
- Nuevas políticas gubernamentales que afecten al desempeño de la compañía.
- Afectaciones causadas por desastres naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios puedan verse afectados.
- Riesgo de desabastecimiento ante eventualidades o eventos catastróficos en el sistema de producción de EP Petroecuador.
- En la presente emisión de obligaciones aprobada figura como agente pagador el Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A., quien está sujeto a un posible riesgo asociado a la transferencia a tiempo de los recursos para el pago de los inversionistas, dada que la entidad, en la actualidad, se encuentra intervenida.

Ing. Natalia Cortez Montoya <b>Gerente General</b>		Econ. Michelle Lucas Barrezueta <b>Analista</b>

**ANEXOS**

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

*Anexo 1. Organigrama General de Vepamil S.A.*



**Fuente:** Vepamil S.A.

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

## Anexo 2. Estado Situación Financiera. (expresado en miles de USD)

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL		
	2017	2018	nov-19	2019	nov-20	2017	2018	nov-19	2019	nov-20	2017-2018	2018-2019	Nov19-Nov20
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>27.715</b>	<b>32.087</b>	<b>26.443</b>	<b>28.300</b>	<b>29.466</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>15,77%</b>	<b>-11,80%</b>	<b>11,43%</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>26.527</b>	<b>30.311</b>	<b>24.483</b>	<b>26.152</b>	<b>27.037</b>	<b>95,71%</b>	<b>94,47%</b>	<b>92,59%</b>	<b>92,41%</b>	<b>91,76%</b>	<b>14,27%</b>	<b>-13,72%</b>	<b>10,43%</b>
Efectivo	1.820	892	731	2.541	474	6,57%	2,78%	2,76%	8,98%	1,61%	-50,98%	184,88%	-35,11%
Clientes	11.924	16.106	13.965	13.695	16.764	43,02%	50,20%	52,81%	48,39%	56,89%	35,08%	-14,97%	20,04%
Inventarios	7.773	10.002	7.380	7.189	6.684	28,05%	31,17%	27,91%	25,40%	22,68%	28,67%	-28,13%	-9,44%
Otros Activos Corrientes	5.010	3.311	2.406	2.727	3.115	18,08%	10,32%	9,10%	9,64%	10,57%	-33,90%	-17,65%	29,46%
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.189</b>	<b>1.776</b>	<b>1.960</b>	<b>2.148</b>	<b>2.429</b>	<b>4,29%</b>	<b>5,53%</b>	<b>7,41%</b>	<b>7,59%</b>	<b>8,24%</b>	<b>49,40%</b>	<b>20,99%</b>	<b>23,91%</b>
Activos Tangibles	1.132	1.688	1.668	1.600	1.724	4,08%	5,26%	6,31%	5,65%	5,85%	49,16%	-5,24%	3,36%
Activos Intangibles	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros Activos No Corrientes	57	87	292	548	705	0,20%	0,27%	1,10%	1,94%	2,39%	54,16%	528,91%	141,27%
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>19.748</b>	<b>23.208</b>	<b>15.430</b>	<b>18.192</b>	<b>19.049</b>	<b>71,25%</b>	<b>72,33%</b>	<b>58,35%</b>	<b>64,28%</b>	<b>64,65%</b>	<b>17,52%</b>	<b>-21,61%</b>	<b>23,46%</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>12.601</b>	<b>15.904</b>	<b>8.480</b>	<b>9.980</b>	<b>11.943</b>	<b>45,47%</b>	<b>49,57%</b>	<b>32,07%</b>	<b>35,26%</b>	<b>40,53%</b>	<b>26,21%</b>	<b>-37,25%</b>	<b>40,84%</b>
Pasivo sin Costo CP (Proveedores)	4.921	6.592	5.868	5.690	10.031	17,75%	20,54%	22,19%	20,11%	34,04%	33,96%	-13,68%	70,96%
Pasivo con Costo CP (Bancarias+Obligaciones)	5.900	6.572	1.236	1.813	200	21,29%	20,48%	4,67%	6,41%	0,68%	11,40%	-72,41%	-83,82%
Provisiones CP	519	663	801	716	666	1,87%	2,07%	3,03%	2,53%	2,26%	27,74%	7,98%	-16,91%
Otros Pasivos CP	1.262	2.077	576	1.760	1.047	4,55%	6,47%	2,18%	6,22%	3,55%	64,58%	-15,26%	81,77%
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>7.147</b>	<b>7.304</b>	<b>6.950</b>	<b>8.212</b>	<b>7.106</b>	<b>25,79%</b>	<b>22,76%</b>	<b>26,28%</b>	<b>29,02%</b>	<b>24,12%</b>	<b>2,19%</b>	<b>12,44%</b>	<b>2,25%</b>
Pasivo sin Costo LP	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pasivo con Costo LP (Bancaria+Obligaciones)	6.178	5.968	5.788	6.335	5.280	22,29%	18,60%	21,89%	22,39%	17,92%	-3,39%	6,14%	-8,78%
Otros Pasivos LP	0	0	0	229	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,81%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Provisiones LP	969	1.335	1.161	1.648	1.826	3,50%	4,16%	4,39%	5,82%	6,20%	37,80%	23,42%	57,23%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>7.967</b>	<b>8.879</b>	<b>11.013</b>	<b>10.108</b>	<b>10.417</b>	<b>28,75%</b>	<b>27,67%</b>	<b>41,65%</b>	<b>35,72%</b>	<b>35,35%</b>	<b>11,45%</b>	<b>13,85%</b>	<b>-5,42%</b>
Capital	2.001	2.001	2.001	2.001	2.001	7,22%	6,24%	7,57%	7,07%	6,79%	0,00%	0,00%	0,00%
Reserva	1.166	1.166	1.166	5.752	5.752	4,21%	3,63%	4,41%	20,32%	19,52%	0,00%	393,27%	393,27%
Otros resultados Integrales	-108	-220	-442	-355	-578	-0,39%	-0,68%	-1,67%	-1,25%	-1,96%	102,82%	61,67%	30,63%
Resultados Acumulados	4.908	5.932	8.288	2.711	3.241	17,71%	18,49%	31,34%	9,58%	11,00%	20,85%	-54,30%	-60,89%

Fuente: Informes Auditados e Internos Vepamil S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 3. Estado de Resultados, expresado en miles de USD.

	ESTADO DE RESULTADOS EMISOR					ANALISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL		
	2017	2018	nov-19	2019	nov-20	2017	2018	nov-19	2019	nov-20	2017-2018	2018-2019	Nov19-Nov20
<b>INGRESOS</b>	<b>136.555</b>	<b>148.795</b>	<b>133.297</b>	<b>147.535</b>	<b>105.084</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>8,96%</b>	<b>-0,85%</b>	<b>-21,17%</b>
COSTO VENTA	127.779	138.369	126.592	137.778	99.411	93,57%	92,99%	94,97%	93,39%	94,60%	8,29%	-0,43%	-21,47%
<b>GANANCIA BRUTA</b>	<b>8.776</b>	<b>10.427</b>	<b>6.706</b>	<b>9.757</b>	<b>5.673</b>	<b>6,43%</b>	<b>7,01%</b>	<b>5,03%</b>	<b>6,61%</b>	<b>5,40%</b>	<b>18,82%</b>	<b>-6,42%</b>	<b>-15,39%</b>
GASTOS OPERATIVOS(Ventas+Adm)	5.797	6.796	4.360	6.161	4.607	4,25%	4,57%	3,27%	4,18%	4,38%	17,23%	-9,35%	5,65%
<b>EBITDA</b>	<b>2.978</b>	<b>3.630</b>	<b>2.345</b>	<b>3.596</b>	<b>1.067</b>	<b>2,18%</b>	<b>2,44%</b>	<b>1,76%</b>	<b>2,44%</b>	<b>1,01%</b>	<b>21,90%</b>	<b>-0,95%</b>	<b>-54,52%</b>
DEPRECIACIONES (dep)	83	105	116	127	140	0,06%	0,07%	0,09%	0,09%	0,13%	25,30%	21,31%	20,87%
AMORTIZACIONES (amr)	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>EBIT</b>	<b>2.895</b>	<b>3.526</b>	<b>2.229</b>	<b>3.469</b>	<b>926</b>	<b>2,12%</b>	<b>2,37%</b>	<b>1,67%</b>	<b>2,35%</b>	<b>0,88%</b>	<b>21,80%</b>	<b>-1,61%</b>	<b>-58,45%</b>
<b>GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>1.301</b>	<b>1.458</b>	<b>1.217</b>	<b>1.321</b>	<b>585</b>	<b>0,95%</b>	<b>0,98%</b>	<b>0,91%</b>	<b>0,90%</b>	<b>0,56%</b>	<b>12,08%</b>	<b>-9,42%</b>	<b>-51,99%</b>
OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS	21	115	1.123	19	177	0,02%	0,08%	0,84%	0,01%	0,17%	459,65%	-83,66%	-84,28%
<b>EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA</b>	<b>1.614</b>	<b>2.183</b>	<b>2.134</b>	<b>2.167</b>	<b>518</b>	<b>1,18%</b>	<b>1,47%</b>	<b>1,60%</b>	<b>1,47%</b>	<b>0,49%</b>	<b>35,22%</b>	<b>-0,72%</b>	<b>-75,72%</b>
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	242	327	0	325	0	0,18%	0,22%	0,00%	0,22%	0,00%	35,22%	-0,72%	0,00%
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	641	832	0	477	0	0,47%	0,56%	0,00%	0,32%	0,00%	29,79%	-42,62%	0,00%
<b>EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO</b>	<b>731</b>	<b>1.024</b>	<b>2.134</b>	<b>1.365</b>	<b>518</b>	<b>0,54%</b>	<b>0,69%</b>	<b>1,60%</b>	<b>0,93%</b>	<b>0,49%</b>	<b>39,98%</b>	<b>33,33%</b>	<b>-75,72%</b>
<b>OTRO RESULTADO INTEGRAL</b>	<b>-131</b>	<b>-111</b>	<b>0</b>	<b>-135</b>	<b>0</b>	<b>-0,10%</b>	<b>-0,07%</b>	<b>0,00%</b>	<b>-0,09%</b>	<b>0,00%</b>	<b>-14,84%</b>	<b>21,65%</b>	<b>0,00%</b>
<b>RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO</b>	<b>601</b>	<b>912</b>	<b>2.134</b>	<b>1.229</b>	<b>518</b>	<b>0,44%</b>	<b>0,61%</b>	<b>1,60%</b>	<b>0,83%</b>	<b>0,49%</b>	<b>51,91%</b>	<b>34,76%</b>	<b>-75,72%</b>

Fuente: Informes Auditados e Internos Vepamil S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 4. Razones Financieras.

INDICADORES FINANCIEROS	2016	2017	2018	nov-19	2019	nov-20
<b>LIQUIDEZ</b>						
Capital de Trabajo	13.732	13.925	14.407	16.003	16.172	15.094
Liquidez	2,59	2,11	1,91	2,89	2,62	2,26
Prueba Ácida	1,51	1,49	1,28	2,02	1,90	1,70
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Activo	0,67	0,71	0,72	0,58	0,64	0,65
Pasivo / Patrimonio	2,02	2,48	2,61	1,40	1,80	1,83
Pasivo / Ventas	0,12	0,14	0,16	0,11	0,12	0,16
Apalancamiento	3,02	3,48	3,61	2,40	2,80	2,83
<b>ROTACIÓN</b>						
Días de Cuentas por Cobrar	23	31	39	35	33	51
Días de Inventario	29	22	26	19	19	22
Días de Cuentas Por Pagar	13	14	17	15	15	33
Período de Conversión de Efectivo	40	39	48	39	37	40
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen Bruto/Ventas	7,67%	6,43%	7,01%	5,03%	6,61%	7,31%
Margen de Utilidad en Operaciones	1,99%	2,12%	2,37%	1,67%	2,35%	1,82%
EBITDA/Ventas	2,04%	2,18%	2,44%	1,76%	2,44%	1,94%
Utilidad Neta/Ventas	0,01%	0,54%	0,69%	1,60%	0,93%	-0,21%
ROE	0,19%	9,18%	11,53%	21,14%	13,50%	-2,41%
ROA	0,06%	2,64%	3,19%	8,80%	4,82%	-0,85%
<b>Dupont</b>						
Margen Neto	0,01%	0,54%	0,69%	1,60%	0,93%	-0,21%
Rotación Activo	5,43	4,93	4,64	5,50	5,21	4,05
Multiplicador de capital	3,02	3,48	3,61	2,40	2,80	2,83

Fuente: Informes Auditados e Internos Vepamil S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

*Anexo 5. Tabla de amortización de la Clase 1.*

Fecha	Pago de Capital	Pago de Interes	Pago de k+i
10/11/2019	250	240	490
10/05/2020	250	230	480
10/11/2020	250	220	470
10/05/2021	250	210	460
10/11/2021	250	200	450
10/05/2022	250	190	440
10/11/2022	250	180	430
10/05/2023	250	170	420
10/11/2023	250	160	410
10/05/2024	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 6. Necesidades Operativas de Fondos, expresado en miles de USD.

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA								
CÁLCULO NOF	A.C.	+ Caja	2018	2019	2020	2021	2022	2023
		+ Clientes	892	2.541	1.680	1.848	1.941	2.038
		+ Inventarios	16.106	13.695	16.997	13.115	13.771	14.459
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores	10.002	7.189	6.804	7.485	7.859	8.252
		- Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos)	6.592	5.690	10.212	6.285	6.600	6.930
	NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	2.077	1.760	1.047	1.047	1.047	1.047
FINANCIACIÓN	Incremento/Disminución NOF		18.330	15.974	14.222	15.116	15.924	16.773
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	-	-12,85%	-10,97%	6,29%	5,35%	5,33%
		+ Deudas largo plazo	8.879	10.108	10.707	11.657	12.678	13.775
		- Activos Inmovilizados	5.968	6.335	6.741	6.063	6.274	6.496
	F.M.	= Fondo de Maniobra	1.688	1.600	1.586	1.448	1.309	1.171
NOF-FM		13.159	14.844	15.863	16.272	17.642	19.100	
			5.171	1.131	-1.641	-1.156	-1.718	-2.327

Fuente: Informes Auditados e Internos 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 7. Cálculo del Monto Máximo de Emisión.

VEPAMIL S.A.	
nov-20	
(Expresado en miles dólares de los Estados Unidos de América)	
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>29.466</b>
(-) Activos gravados	0
<b>Subtotal Activos libres de gravamen</b>	<b>29.466</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	0
(-) Saldo de valores renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de corto plazo considérese 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>23.850</b>
<b>Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones )</b>	<b>19.080</b>
<b>Nivel de Cobertura (80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)</b>	<b>3,47</b>
<b>Indicador (Activos Libre de Gravamen / Obligaciones en Circulación)</b>	<b>5,34</b>

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

**Fuente:** Informes Auditados e Internos Vepamil S.A.

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

## Anexo 8. 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.