

Ecuador  
 Emisión Obligaciones

**MARCIMEX S.A.**

**Calificación – Sexto Seguimiento**

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Obligaciones	AA-	AA-	N/A

**Resumen Financiero**

(Millones USD)	2008	2009*	2010*	2011*
<b>Activos</b>	58.7	62.0	63.8	95.1
<b>Ventas</b>	105.4	106.7	135.7	166.4
<b>Margen EBITDA (%)</b>	7.4	9.7	11.8	13.5
<b>ROA (%)</b>	9.7	8.3	14.1	15.1
<b>Deuda Fin / Capitalización (%)</b>	43	43	30	50
<b>Deuda Financiera Total /FFO (x)</b>	3.5	3.1	1.2	2.2

\*La información financiera 2009, 2010 y 2011 corresponde a información auditada bajo norma NIIF.

Características de la Emisión de Obligaciones	
<b>Emisor:</b>	Marcimex S.A.
<b>Monto Emitido:</b>	USD 5,000,000
<b>Fecha Aprobación SIC:</b>	30-mar-09
<b>Fecha Colocación:</b>	02-jul-09
<b>Fecha Vencimiento:</b>	jun-12 ; sep-12
<b>Monto en Circulación:</b>	USD 669,073
<b>Plazo:</b>	1.080 días (3 años)
<b>Cupón de Interés:</b>	TPR (BCE) más 2 puntos porcentuales, reajustables cada 90 días.
<b>Pago de Interés:</b>	Trimestral
<b>Modalidad Cálculo Pago:</b>	365 / 365
<b>Amortización:</b>	Pago de capital semestral
<b>Garantía:</b>	General
<b>Destino de la Emisión:</b>	Sustitución Pasivos

**Actividad del Emisor:**

Comercialización de productos de línea blanca, elaborados localmente e importados del exterior.

**Contactos**

Patricia Pinto, Ecuador;  
 (593 2) 226 97 67 ext. 103  
[ppinto@bwratings.com](mailto:ppinto@bwratings.com)

Lorena Oliva, Ecuador;  
 (593 2) 226 97 67 ext. 108  
[loliva@bwratings.com](mailto:loliva@bwratings.com)

**RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN**

Con base en los estados financieros auditados 2010 y 2011 según Normas NIIF y estados financieros internos e información adicional con corte a marzo 2012 de **Marcimex S.A.**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de “AA-” (**Doble A Menos**) a la Emisión de Obligaciones Generales que se analiza en este estudio.

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

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

La decisión del Comité incorpora las fortalezas del emisor, el cual es una empresa madura con bajos requerimientos de inversión en activos fijos y alta capacidad de generación de flujos.

La empresa se encuentra en un mercado creciente y ha sabido aprovechar las oportunidades que se han presentado en los últimos períodos, cuando el consumo general del país ha crecido de forma importante. Sin embargo, esto le ha exigido mayores requerimientos de capital de trabajo, especialmente para financiamiento de cartera. Dada la naturaleza comercial de la empresa y el mercado competitivo en el que se encuentra, cada vez requiere ampliar su plazo de financiamiento y otorgar condiciones más flexibles a los clientes para poder competir.

La empresa está bien posicionada y una de sus fortalezas es que cuenta con barreras de entrada para la marca local que comercializa, beneficiada por la política de aranceles del Gobierno. Además, forma parte de un importante Grupo Empresarial el cual ha fortalecido su operación en los últimos años y representa un respaldo económico para la empresa emisora.

**FECHA COMITE: 30/Mayo/ 2012**

**ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Marzo/2012**

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

En un período de fuerte crecimiento de ventas, incluso por sobre lo presupuestado por la empresa, como fue el año 2011, el mayor requerimiento de financiamiento de los activos de corto y mediano plazo, que son parte del capital de trabajo, presionó los indicadores de endeudamiento. En vista de la expectativa del incremento del impuesto a la salida de divisas, finalmente implementado en el último trimestre 2011, la empresa optó por disminuir la deuda comercial externa y buscar mayor endeudamiento bancario local. Se evidenció que la empresa tiene la capacidad de acceder a fuentes de financiamiento en función de su propia estructura de apalancamiento y por el respaldo accionarial.

Si bien se estima que la empresa maneja indicadores de endeudamiento relativamente bajos en comparación a otras industrias, este factor compensa la importante volatilidad que maneja el negocio, medida a través de las variaciones del EBITDA de año a año.

La necesidad que tiene el emisor de financiar permanentemente la cartera con mayores plazos para poder mantenerse en un mercado competitivo hace de este un negocio menos flexible, con la necesidad de reestructurar la deuda para poder liberar la liquidez. Otro mecanismo utilizado por la empresa ha sido la venta de cartera, lo que le ha permitido obtener recursos líquidos para poder seguir creciendo.

Tanto la posibilidad de refinanciar la deuda como la venta de cartera es factible en condiciones normales de liquidez de la economía. Las perspectivas de liquidez de la economía en el Ecuador en el corto plazo son positivas, siempre que no exista un cambio en las condiciones macro. Además, se estima que el consumo seguirá siendo uno de los factores más dinámicos de la economía al menos en el año 2012.

Cabe señalar que la emisión sujeta a este análisis vence en junio y septiembre del 2012, constituyéndose actualmente en un pasivo de corto plazo, que se considera será cumplido en tiempo y forma por el emisor.

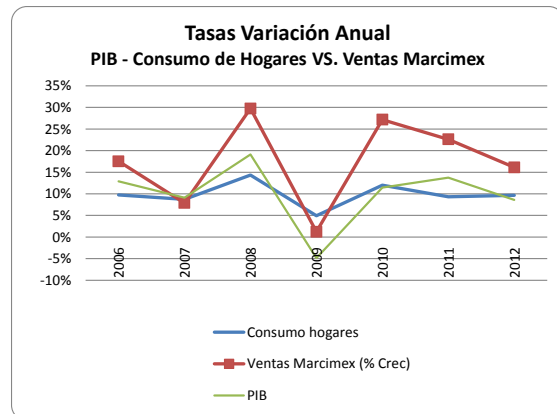
## ▪ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

No se han reportado hechos relevantes subsecuentes en relación al emisor a la fecha de corte de este informe.

## ▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

## ▪ RIESGO DE LA INDUSTRIA



La industria de electrodomésticos en el Ecuador se encuentra en una etapa creciente y ha mostrado esta tendencia desde que se dolarizó la economía, y en los últimos años por el apoyo del Gobierno al sector. El sector está compuesto por empresas ensambladoras, productoras de piezas y partes, distribuidoras.

En el Ecuador se producen principalmente cocinas y refrigeradores. Son cuatro las empresas que abastecen el mercado, de ellas las marcas Durex e Indurama son las que lideran el mercado cada una con una participación de 37% y 32% respectivamente<sup>1</sup>.

En cuando a la distribución, el mercado de línea blanca es altamente competitivo y está compuesto por 10 empresas grandes y alrededor de 200 distribuidores pequeños. Las empresas comercializan tanto productos locales como productos importados.

La oferta en el mercado ecuatoriano ha crecido y el componente local ha ido ganando participación especialmente desde el año 2007 en que el Gobierno estableció una salvaguarda del 30% a los electrodomésticos importados lo que encareció estos productos.

Además, el Gobierno emprendió un programa durante el 2011 para incentivar la producción nacional de partes y piezas necesarios para el ensamblaje de artefactos de línea blanca. Esta industria se abastece en 50% con piezas y partes que se fabrican localmente y el restante 50% es comprado en el exterior. El Gobierno espera que el porcentaje importado baje a 20%, y mejore la competitividad de la industria que actualmente exporta a Colombia, Perú, Venezuela y algunos países de Centro América.

El mercado también ha sido estimulado por un mayor dinamismo en el sector de la construcción el cual muestra tasas crecientes altas en los últimos años superiores al promedio de crecimiento de la economía. El segmento de línea blanca crece junto con la construcción y se ha podido observar que aumentó la

<sup>1</sup> FLACSO, *Boletín de Análisis Sectorial y de MIPYMES*, Elaboración de partes y piezas para el sector de línea blanca, Agosto-2011, p.4.



base de consumidores que ahora tienen acceso al financiamiento del sistema financiero, del Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) y de las casas comerciales.

Las casas comerciales compiten por segmentos, la mayoría están dirigidas a un segmento económico medio bajo. La competencia se evidencia por agresivas campañas publicitarias, promociones, precios, servicios post venta y facilidades de financiamiento. El negocio financiero es un componente importante de los ingresos de estas empresas las cuales tienen obligación legal de transparentar los precios de contado y precios con financiamiento. Hasta ahora las casas comerciales no han sido sometidas a regulación directa de las tasas de interés que cobran pero existe un riesgo potencial que pudiera haber a futuro mayor control de tasas por parte del Gobierno como ocurre en el sistema financiero.

Además, en general se podría decir que existe una concentración de la industria de línea blanca en proveedores que provienen del Asia. Así como se demostró con el terremoto sucedido en Japón a inicios del 2011, un factor de esta naturaleza puede afectar a las empresas locales que tuvieron que absorber costos adicionales, hubo problemas para el abastecimiento e impactos en su capital de trabajo por las variaciones en los inventarios.

Por el lado de la demanda, ésta ha mostrado una tendencia creciente en los últimos años en el país y se esperaría que continúe en función de las condiciones actuales de liquidez en la economía. Sin embargo, el segmento al que se dirigen la mayoría de casas comerciales, se estima que es vulnerable a cambios macroeconómicos que puedan afectar en general la capacidad de pago de los clientes.

El Consumo General de Hogares tuvo una tendencia creciente en el 2010 y aunque se desaceleró en el 2011, la tasa de crecimiento anual fue importante (5.23%), según las previsiones publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), siendo una de los componentes del PIB que mayor dinamismo da a la economía. La curva de las tasas de variación de las ventas de Marcimex es consistente con la curva del Consumo total de hogares.

No se observa un riesgo de desaceleración del consumo en el corto plazo por los niveles actuales de liquidez en la economía, sí existe un potencial riesgo sistémico y de eventuales nuevas limitaciones en las importaciones por parte del Gobierno por el alto déficit de la Balanza Comercial no petrolera, lo que encarecerá los productos importados.

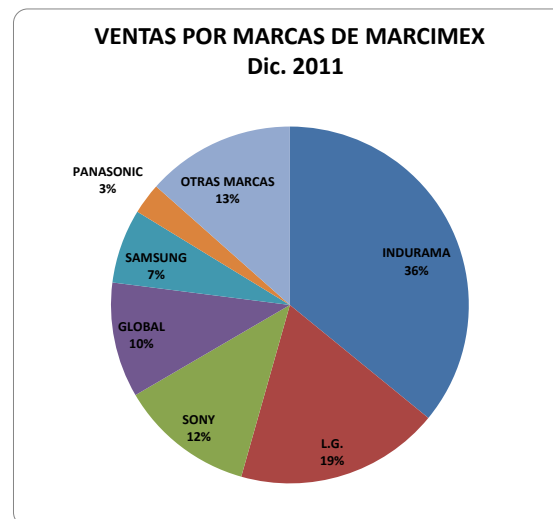
#### ▪ **PERFIL DE LA COMPAÑÍA**

MARCIMEX S.A. fue constituida en agosto de 1949 en Cuenca. Luego de varias fusiones y cambios de denominación, en julio de 1992 cambia su razón social por la actual.

El emisor es una empresa madura que se ha especializado en la importación, comercialización y venta a crédito de electrodomésticos de línea blanca y línea café (audio y video), tanto a clientes mayoristas como minoristas.

La compañía tiene registrado el nombre de MARCIMEX como marca de sus almacenes y el nombre comercial MERCANDINA para comercializar sus productos por el canal mayorista.

MARCIMEX S.A. es distribuidor exclusivo de la marca Indurama para el canal mayorista en el país y es importador directo y distribuidor de las marcas LG, Sony, Samsung, Black & Decker y Panasonic. Además, la empresa comercializa productos de la marca Global que son producidos por su mismo grupo empresarial.



Fuente: Marcimex Elaboración: BWR

Las ventas de MARCIMEX se distribuyen en 49% en el canal minorista, 51% en el canal mayorista. La Compañía ha procurado incrementar la participación de las ventas al detalle, el cual ha ido aumentando su porcentaje de ventas en los últimos años.

El canal minorista actualmente está compuesto por 70 tiendas a nivel nacional de las cuales 3 son de propiedad de la compañía y el resto son arrendadas. Para la logística de distribución, cuenta con una bodega central en Guayaquil y 10 bodegas regionales, las cuales todas son arrendadas. El canal mayorista se distribuye a alrededor de 1.000 clientes.

MARCIMEX mantiene una estructura de clientes altamente diversificada en los dos canales de distribución, con participaciones individuales menores al 2% en el canal mayorista y 6% en el minorista.

La empresa cuenta con 954 personas de contratación directa. La empresa no cuenta con personal contratado indirectamente a marzo 2012. No tiene Comité de empresa e históricamente no han tenido problemas laborales. La provisión para jubilación patronal se encuentra al día, se la realiza con base en un estudio actuarial, de acuerdo a lo mencionado en el informe de auditoría.

#### **POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA**

El mercado local de comercialización de artículos de línea blanca y café es bastante diversificado. De acuerdo a información de la Revista Ekos a diciembre 2010, las ventas del mercado de equipos eléctricos y electrónicos ascendieron a USD 1.423 MM de ingresos anuales de las

principales empresas ensambladoras y comercializadoras.

Los mayores competidores de Marcimex son: Almacenes Comandato, La Ganga, Mabe, Créditos Económicos, Importadora Jaher, Artefacta, con participaciones de mercado entre 13 y 9%. Marcimex tiene una participación de 10% en ventas y ocupó el cuarto lugar en función de ventas totales en el 2010.

Nombre Compañía	Ventas en MM USD	2008	2009	2010
Comandato	Comercio	169,8	180,9	191,4
La Ganga	Comercio	132,2	139,6	166,4
Indurama	Manufactura	135,8	135,2	161,4
Marcimex	Comercio	109,2	114,1	146,1
Mabe Ecuador	Manufactura	168,0	135,0	129,2
Artefacta	Comercio	86,8	89,4	115,4
Icesa	Manufactura	87,1	73,2	107,4
Créditos Económicos	Comercio	93,0	78,2	104,3
Electrónica Siglo XXI	Comercio	60,0	65,4	79,0
Cartimex	Comercio	58,3	64,4	75,8
Tecnomega	Servicios	63,2	63,1	74,9
Mercantil Dismayor	Comercio	67,9	57,5	71,9

Fuente: Revista Ekos Elaboración: BWR

Las ventas de Marcimex son en un 50% de fabricación local y el otro 50% son productos importados. No realiza exportaciones. Esto le genera a la empresa una importante ventaja comparativa, dado que se beneficia de las políticas vigentes que mantiene el Gobierno de salvaguardas a través de aranceles a las importaciones.

En cuanto a los productos importados, el riesgo de concentración en proveedores externos que maneja Marcimex se mitiga con el soporte que tiene del Grupo Empresarial y por el posicionamiento de la marca local, lo que le permite cierta flexibilidad en el manejo de las marcas, ventaja que no tiene sus competidores.

MARCIMEX S.A. tiene una larga experiencia en la colocación de crédito para la adquisición de artículos de línea blanca, manejan una política establecida para otorgar crédito al detalle y al sector mayorista.

**▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO**

El Grupo tiene presencia tanto localmente como en otros países, con un fuerte posicionamiento de marca en la comercialización de productos de línea blanca. Localmente cuenta con cuatro empresas relacionadas a la producción y comercialización de electrodomésticos, una empresa de servicios y una camaronera.

Internacionalmente cuenta con empresas en Colombia, Perú y Centroamérica. Los productos de marca Indurama se exportan a 20 países.

Las compañías relacionadas de mayor participación en el Grupo tienen operaciones sustentables, con políticas independientes, y financiamiento local. Las empresas comparten sinergias en transporte, publicidad, tecnología. Existe una empresa creada en el Grupo la cual brinda el servicio de transporte y logística.

Marcimex no tiene cuentas por cobrar o pagar, ni inversiones con compañías relacionadas que no sean de

naturaleza comercial. Si bien en el Perú se abrieron tiendas con nombre Marcimex, éstas son de propiedad del Grupo Empresarial y no tienen ninguna relación financiera con Marcimex Ecuador.

**ACCIONISTAS Y SOPORTE**

La estructura accionarial de la empresa a la fecha, está conformada de la siguiente forma:

ACCIONISTA	Nacionalidad	Capital	Particip.
Girasol Group	EEUU	9,450,000	70%
Consensocorp Cía Ltda.	ECU	4,050,000	30%
<b>TOTAL</b>		<b>13,500,000</b>	<b>100%</b>

Las acciones de Marcimex están divididas en dos empresas Girasol Group LLC y Consensocorp Cia. Ltda.

Girasol Group LLC es una sociedad extranjera con domicilio en Nevada, Estados Unidos, que es la principal accionista de las empresas del Grupo y funciona como la Holding. Consensocorp Cía. Ltda. tiene domicilio local y maneja la tenencia de acciones de las empresas del Grupo conjuntamente con Girasol.

El soporte de los accionistas históricamente se ha reflejado en el incremento constante del patrimonio por la retención de una parte de las utilidades acumuladas y en las continuas capitalizaciones. El capital social de la compañía se ha duplicado en relación al capital que tenía la empresa en el año 2005.

En los últimos dos años el reparto de dividendos ha sido más alto en función de la mayor generación de resultados de Marcimex y las necesidades del Grupo en crecer en otros mercados. Marcimex no requiere de mayor inversión, pues puede crecer con la estructura actual.

**▪ ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO**

La estrategia de Marcimex prevé continuar impulsando el canal minorista, se espera abrir 30 locales nuevos en todo el país durante el 2012. En relación al canal mayorista, se tiene previsto realizar un censo de los participantes de este segmento para establecer un acercamiento a nuevos clientes y mejorar la cobertura.

Además, la empresa busca hacer más eficientes sus procesos logísticos, cambiar el software principal y mejorar los procesos de servicios post-venta.

En cuanto a la estructura de gobierno corporativo, como es frecuente en las empresas del país, ésta responde a la visión de los directores, que representan al grupo familiar.

No existe un protocolo familiar escrito en el Grupo Empresarial en términos de sucesión de mandos gerenciales, ocupación de posiciones estratégicas, de los miembros de la familia accionista. Tampoco existe una política escrita sobre transacciones con empresas relacionadas y/o con accionistas, pese a que actualmente no existen cuentas con empresas relacionadas a más de la



cuentas comerciales como proveedor que tiene Marcimex con Induglob.

La Junta de Accionistas ha fijado una relación máxima de endeudamiento que es de 1.5:1, lo que limita también el capital de trabajo y establece un financiamiento máximo a clientes que la empresa puede otorgar.

En promedio la plana gerencial tiene más de 6 años en la Compañía, la Administración es independiente de los accionistas y se considera que tiene experiencia en el segmento en el que se maneja.

Como Grupo se encuentran en una etapa de crecimiento, mayor apertura al riesgo y mayores niveles de endeudamiento.

### ▪ PERFIL FINANCIERO

**Presentación de Cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados al 2009, 2010 y 2011 por la firma Acevedo y Asociados Auditores y Asesores, presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), los cuales no presentan observaciones ni salvedades. Además, información interina con corte a marzo 2012 también bajo normas NIIF.

### ▪ Gestión Operativa

El año 2011 fue para Marcimex un período de importante crecimiento mayor al estimado en la proyección inicial, siguiendo el comportamiento general de la economía en la cual el consumo de hogares fue uno de los componentes del PIB de mayor dinamismo en el año. Las ventas netas de Marcimex ascendieron a USD 166.4 MM que representaron un crecimiento anual de 22.6%, superior al proyectado que estimaba sería de 10.9%. Para el año 2012 la proyección es más conservadora, sin embargo aún se espera un crecimiento importante del 16% anual.

En general las ventas de la empresa se han beneficiado en los últimos años de condiciones favorables como mayor liquidez en la economía, mayor dinamismo en la construcción, flujos de remesas estables, aumento del financiamiento y políticas de salvaguardas para productos importados que ha impulsado a la industria local. La perspectiva de corto plazo es estable en relación a que se observan condiciones de liquidez similares a las del período anterior que se estima se mantendrán en el 2012.

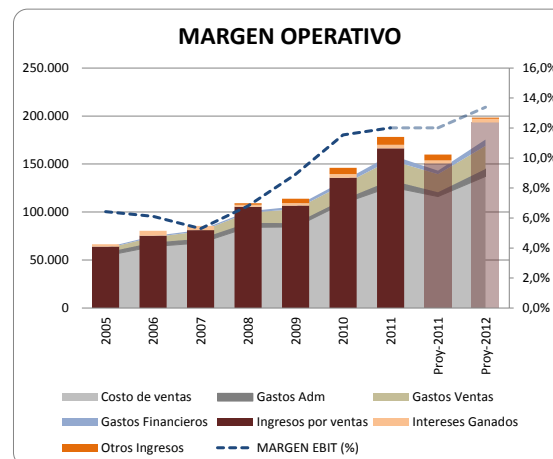
Los resultados de la empresa en el período 2011 también se beneficiaron de mejoras en los márgenes. El costo de ventas ha absorbido en promedio histórico el 82% de las ventas. A diciembre 2011 el margen bruto mejora cinco puntos porcentuales en comparación al observado en dic-10.

En general la tendencia creciente en el margen bruto desde 2008 se da por la mayor participación en las ventas de las marcas locales que manejan mejores márgenes y por la entrada a plazas pequeñas en las que han podido ingresar con mejores precios porque la competencia es menor.

La volatilidad histórica en el comportamiento del costo de ventas, cuyo crecimiento se traslada con la misma tendencia a las ventas, permite concluir que el crecimiento de las ventas en los últimos años se ha dado más por precios que por volúmenes. En el año 2011, el fuerte incremento de ventas se da en volúmenes los que absorben el aumento de costos.

El margen bruto comercial histórico es alto y creciente debido a que existe un alto componente de ventas a crédito, pues las ventas al contado tienen descuento. Al mes de marzo 2012, el margen aumenta nuevamente, por un incremento general de los precios. En general el mercado tiene la capacidad de absorber incrementos de precios, cuando la industria decide elevarlos, por ejemplo como consecuencia de un incremento en impuestos.

Además, la empresa tiene otros ingresos operativos principalmente por el ingreso financiero del interés ganado y por convenios con las marcas que le otorgan bonificaciones en función de volúmenes de ventas y por compensación de programas publicitarios. Este último creció de forma importante en consistencia con el crecimiento de ventas (25.9%). Sin embargo, se estima que este es un ingreso volátil y dependiente de las políticas de los proveedores, que puede mantenerse o no en el futuro a mediano plazo.



A partir del crecimiento del resultado bruto y el aumento de los otros ingresos operativos el margen operativo mejoró cerca de dos puntos porcentuales en el período (dic.10 13.1%, dic.11 14.5%). El crecimiento del margen bruto permitió absorber un importante aumento del gasto operativo, que se da por la apertura de 15 nuevas tiendas en diferentes ciudades del país y requieren inversión en publicidad, promoción, logística y en temas administrativos.

El esquema que mantiene Marcimex de alquiler de puntos de venta y bodegas le ha permitido crecer en ventas sin mayor necesidad de incrementar la inversión. Sin embargo, a diciembre 2011 el incremento del gasto operativo muestra las necesidades de mayor gasto generadas por el crecimiento del negocio. La proyección hasta para el año 2012 estima que el gasto operativo crecería a menor ritmo (14.2% anual) pese a que la perspectiva es que continuarán con la apertura de nuevas tiendas.



El ingreso financiero por los intereses ganados fue menor en el año 2011, y el resultado neto financiero fue negativo en USD 1.8 MM. La cartera de Marcimex creció en 51% en el último trimestre de 2011 lo que requirió un endeudamiento adicional de la empresa para cubrir el requerimiento de capital de trabajo y generó mayor costo financiero. Existe un efecto estacional pues la cartera colocada a diciembre es nueva y generará ingresos por intereses los siguientes meses. Además, como parte de las promociones del trimestre se colocó cartera con períodos de gracia de pago de interés y capital.

El costo financiero para MARCIMEX es alto llegando casi al 29.6% anual (en relación a la deuda financiera) a dic-11 y 39.8% a mar-12, porque además incluye pérdidas y descuentos de las ventas de cartera que realiza a instituciones financieras. Sin embargo, el gasto financiero en relación a las ventas es poco representativo (3%). El financiamiento es un servicio necesario en este tipo de negocios para mantener el mercado.

El EBITDA operativo alcanzado por la empresa en el 2011 ascendió a USD 22.3 MM con un crecimiento anual de 40%. El gráfico de la curva del EBITDA OPERATIVO muestra el comportamiento volátil de los flujos influenciado por crecimientos variables de las ventas y los otros ingresos que no se registraban históricamente antes del 2008, comportamiento que también se evidenció en el 2011.



Si bien la generación de flujos de Marcimex muestra un crecimiento volátil en los últimos años, la empresa se ha beneficiado de condiciones macro favorables y ha sabido aprovechar las oportunidades de mercado pudiendo duplicar el monto de generación en los últimos cuatro años. Pese a que la empresa considera que el año 2012 será de menor crecimiento en comparación al período anterior, se estima que en función de las condiciones actuales de liquidez de la economía las proyecciones serían conservadoras.

Los resultados preliminares del año a marzo 2012 muestran desaceleración en las ventas, sin embargo el primer trimestre del año es estacionalmente de menores ventas.

▪ **Estructura de Balance**

**ACTIVOS**

**CORPORATIVO**

El monto de activos totales de Marcimex ascendió a USD 95.111M, registrando un crecimiento anual de 49% a diciembre 2011. El importante incremento del activo se da por el dinamismo de ventas que impulsó al alza la cartera y los inventarios, especialmente en el último trimestre del año. A dic-11, el 91% del activo total son activos corrientes. La mayor parte del activo de corto plazo corresponde a las cuentas por cobrar, las cuales son analizadas en el siguiente apartado.

El segundo activo por volumen son los inventarios, estos representaron el 14% del activo total a dic-11 y a mar-12 su participación se incrementa a 24%. La empresa aumentó sus niveles de inventarios durante el año 2011, por una parte con la intención de aumentar el inventario de las marcas importadas desde el Japón por un posible desabastecimiento luego de los problemas que han tenido los fabricantes en ese país, por otra como estrategia para satisfacer de forma eficiente la demanda de mercado. La política general es mantener un stock de 80 días como cobertura, en diciembre la rotación es mayor por el momento estacional de mayores ventas.

El inventario está clasificado entre artículos que tendrán reposición y aquellos que no, y artículos promocionales que sirven en la exhibición de las tiendas. Los productos son de consumo popular y la Administración considera que son de realización en el corto y mediano plazo. La rotación de inventarios promedio anual ha sido de 50 días en los dos últimos años, y a dic-11 bajó a 38 días, la rotación se acelera el incremento de las ventas. La proyección analizada estima que la rotación continuará en niveles de 35 días a diciembre 2012.

El activo no corriente es poco representativo en el balance de Marcimex, está conformado principalmente por la porción de largo plazo de la cartera de crédito y por el activo fijo (Propiedad, Planta y Equipo) que ascendió a USD 1.3 MM a dic-11 y mar-12, representado el 1.3% y 1.7% respectivamente en esos períodos. Dentro del activo fijo constan principalmente de terrenos, edificios y equipos donde funcionan las oficinas de la matriz y tres agencias de venta.

**Análisis de Cartera**

La cartera total de Marcimex al mes de diciembre 2011 ascendió a USD 74 MM, con un 90% colocado a corto plazo y 10% se encuentra a largo plazo. Al mes de marzo 2012 la cartera disminuye a USD 56.4 MM, por una parte por la recuperación natural de la cartera colocada en los últimos meses del año 2011, y por las ventas de cartera realizadas a dos entidades financieras.

La importante variación de la cartera en el año 2011, se explica por varios factores: la Administración impulsó el crédito con políticas especiales a clientes nuevos como no exigir entrada ni garante, además la política de crédito para clientes nuevos se aplicó más con plazos de 15 y 18 meses lo que permitió aumentar el plazo promedio en el período. Mientras en el año 2010 el plazo promedio de la cartera fue de 11 meses en el período 2011 pasó a 14 meses. Además, el mix de ventas ha ido cambiando ahora el 80% de las ventas corresponde a ventas a crédito

y en períodos de alto crecimiento de ventas como el año anterior las cuentas por cobrar se acumulan.

La cartera está dividida en Comercial (ventas a Mayoristas) Usuarios (ventas al detalle) y Tarjeta de Crédito. De acuerdo a la información auditada a dic-11 la cartera de comerciantes tenía un 38.8% de participación en el total, usuarios 60.4% y tarjeta 0.6%.

La política establecida otorga 6 meses de crédito a los mayoristas y a los usuarios hasta 18 meses con una entada del 20%. En algunos casos, si hubiera un análisis de crédito positivo con respaldo en el buró de crédito se otorga el crédito sin entrada.

Marcimex ha realizado dos tipos de operaciones de factoring de cartera. La primera con una empresa local que se especializa en la compra de cartera vencida a descuento para realizar el cobro directo. Las operaciones de este tipo se realizaron entre el 2009 y 2010 y suman USD 4.6 MM de cartera vencida más de 180 días. La venta de cartera vencida más de 180 días fue de USD 3.8 MM al 85% de descuento, y cartera menor a 90 días vencida por USD 775 M con 15% de descuento, registrando una pérdida financiera de USD 1.2 MM en el 2009 y USD 2.2 MM en el 2010.

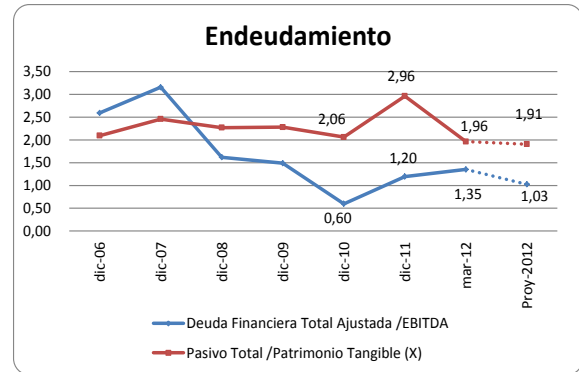
Desde el 2010 y durante el 2011 la empresa ha realizado también operaciones de factoring con cartera vigente vendida sin recurso a una entidad bancaria. Desde septiembre 2011 hasta marzo 2012 las ventas de cartera ascendieron a USD 27 MM, con un descuento del 15%. La cartera que se vende es aquella de usuarios de mayor plazo. La empresa sigue a cargo de la gestión de cobro de la cartera vendida.

La empresa realiza provisiones para cartera mala que equivalen actualmente según normas NIIF representan el 100% de la cartera vencida de más de 180 días. Las pérdidas adicionales se registran directamente en el P&G al momento de la venta o del castigo correspondiente. Hasta el momento, la generación del negocio ha permitido absorber dichas pérdidas.

Históricamente se ha observado que existe una pérdida de alrededor del 2% en promedio, de la cartera colocada que no se recupera. Sin embargo, al analizar la cartera total del balance calculando los créditos con cuotas vencidas más de 60 días y tomando en cuenta las cuotas restantes de aquellos créditos, la cartera en riesgo sobre la cartera total es el 4.7% al mes de diciembre 2011. El indicador mejora por una disminución del monto de cartera en riesgo de usuarios, por la venta de cartera mala, y también porque el monto de cartera en riesgo se diluye en el crecimiento de la cartera total.

La cartera en riesgo a dic-11 asciende a USD 3.7 MM y cuenta con una provisión que representa el 31% de esa cartera y el 1.5% de la cartera total. La provisión establecida representa el mínimo requerido para la cartera con cuotas vencidas entre 46 y 70 días en cartera de consumo en las instituciones reguladas del sistema financiero. La empresa tiene provisiones acumuladas para respaldo de créditos incobrables por USD 1.1 MM.

**ENDEUDAMIENTO**



El endeudamiento general de la empresa se incrementó en el año 2011 debido a las necesidades de capital de trabajo extraordinarias fruto del crecimiento de las ventas. La empresa no obtuvo mayor financiamiento comercial en relación a lo histórico por lo que el mayor apalancamiento se dio con entidades financieras locales y una del exterior.

Una de las razones por las que la empresa disminuyó sus pasivos comerciales, especialmente con los proveedores externos, fue el incremento del impuesto de salida a capitales que subió tres puntos porcentuales en el mes de noviembre 2011.

Los indicadores de endeudamiento financiero de la empresa crecen en forma importante en el 2011 para financiar parte del requerimiento extraordinario de capital de trabajo y los dividendos. La deuda con el sistema financiero tiene plazo de dos años y está respaldada por cartera e inventarios en garantía. El total del pasivo financiero ascendió a USD 28 MM en diciembre 2011 y a marzo 2012 disminuye a USD 21MM.

El negocio de Marcimex es altamente estacional y varían las necesidades de capital de trabajo en función de las épocas de venta. En general el ciclo de operación del negocio es negativo, la empresa en promedio histórico ha necesitado financiar 60 días del capital de trabajo porque la empresa financia el crédito a los clientes.

El nivel de endeudamiento ajustado frente al EBITDA se incrementó a dic-11 a (1.20:1) en relación a lo observado en el 2010 pero es menor al promedio histórico. Pese a que la empresa se apalancó con financiamiento de bancos, la generación propia del negocio le permitiría pagar la toda la deuda financiera en un plazo algo mayor a un año.

Considerando que dentro del EBITDA se encuentran otros ingresos operativos que se los estiman volátiles, esta relación podría variar en los siguientes períodos, sin embargo en general se estima que la empresa maneja niveles adecuados de apalancamiento en relación a su generación.

La relación del endeudamiento frente al patrimonio tangible, es decir restando del patrimonio los activos que se consideran de dudosa recaudación en tiempo y forma, ascendió a 2.96:1 a diciembre 2011, y disminuye a 1.96:1

a marzo 2012 después del pago de una porción de la deuda. Para este indicador se ha realizado una sensibilidad considerando la cartera en riesgo como un activo de difícil recuperación.

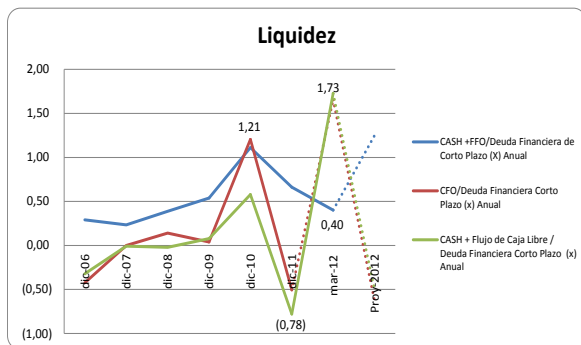
De acuerdo a la proyección, la empresa estima que continuará incrementando el nivel de deuda en el año 2012 para poder financiar el crecimiento de la cartera proyectado. Sin embargo, la generación le permitiría cubrir el crecimiento de la deuda.

El índice de Deuda Financiera sobre capitalización se incrementó a 50% cuando la empresa manejaba un índice promedio histórico de 40%, es decir la empresa está apalancándose en mayor medida con deuda bancaria. Esto se debe también a que en los últimos dos años se han realizado repartos de dividendos mayores a lo histórico.

Se espera que los accionistas continúen percibiendo dividendos por cerca de la totalidad de los resultados generados por la empresa. Sin embargo, de acuerdo a las estrategias subsecuentes a la presentación de las proyecciones y en consistencia con la expansión esperada del negocio, se ha establecido que el pago de dividendos se realizaría por hasta un 50% de las utilidades generadas a partir del 2012 sobre los resultados del 2011. Esta política fortalecería la posición patrimonial de la empresa frente al endeudamiento.

La empresa tiene capacidad de endeudarse con bancos teniendo acceso a líneas de crédito y adecuadas condiciones de financiamiento actualmente.

▪ **Capacidad de Pago y Liquidez**



En los períodos analizados el flujo de caja operativo de la empresa muestra un comportamiento volátil en función de las políticas de costos del Grupo y de las necesidades de capital de trabajo para financiar la cartera y los inventarios dependiendo del crecimiento de las ventas. También ha influenciado en el requerimiento de capital de trabajo la política de cuentas por pagar con proveedores.

La empresa ha sido históricamente generadora de flujos positivos, suficientes para financiar, en escenarios normales, las necesidades de capital de trabajo, debiendo endeudarse para el pago de dividendos e inversiones en CAPEX, estas últimas no son muy significativas.

En el año 2011, la empresa generó un EBITDA operativo positivo de USD 22.3 MM. El flujo generado

cubrió el gasto financiero y los impuestos. El flujo de fondos operativo no fue suficiente para cubrir una importante variación de capital de trabajo que fue negativa, dado el momento de crecimiento en el que se encuentra la empresa y el mayor financiamiento de las cuentas por cobrar. Además, la empresa realizó un reparto de dividendos por USD 8.1MM.

La empresa requirió endeudamiento adicional por USD 18MM y se apalancó con cuentas por pagar a uno de sus proveedores principales que es también su relacionada por USD 2.6 MM.

Dado que la estructura de la deuda es en su mayor parte de corto plazo, la empresa debe refinanciar constantemente, cada año, al menos un 70% de la deuda de corto plazo, y al mes de marzo 2012, considerando el flujo de caja libre neto la empresa tendría que refinanciar el 100% de la deuda de corto plazo.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga por la percepción de riesgo del emisor en el sistema financiero y del mercado de valores. Cuenta con líneas de crédito no utilizadas en bancos locales las mismas que están respaldadas por activos. Además, el emisor cuenta con el apoyo financiero del grupo empresarial.

La empresa cuenta como mecanismo de contingencia de liquidez la posibilidad de vender su cartera y obtener recursos líquidos, esto en función de que exista la demanda de la cartera por parte de las instituciones financieras.

▪ **ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS**

La emisión tiene garantía general, por tanto está garantizada con los activos de la empresa. Los activos libres que se constituyen en garantía, de acuerdo a la regulación vigente, corresponden a los activos totales de la compañía, excluidos los activos diferidos, pignorados, en litigio, derechos fiduciarios y fondo de liquidez.

A mar-12 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 81,020 M. De este valor, USD 47,6 MM fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos y derechos fiduciarios sumaron USD 694 M. Así los activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 34,491 M. La emisión fue de USD 5.000 M y el monto en circulación al mes de marzo 2012 fue USD 669 M, con lo cual existiría una cobertura de 51.5 veces sobre el monto en circulación de la emisión.

ACTIVOS	Activos Mar-2012	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	1.652		1.652		1.652
Cuentas por Cobrar	56.544	26.244	30.300		30.300
Inversiones Largo Plazo	4		4		4
Inventarios	19.603	19.603	0		0
Pagos Anticipados	881		881		881
Propiedades	1.367		1.367		1.367
Otras Cuentas por Cobrar	282		282		282
Derechos Fiduciarios	246		246	246	0
Activos Diferidos	448		448	448	0
Otros Activos	0		4		4
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>81.028</b>	<b>45.847</b>	<b>35.186</b>	<b>694</b>	<b>34.491</b>
Monto de la Emisión Colocado	5.000				
Monto Emisión en Circulación	669				
<b>TOTAL OBLIGACIONES MERCADO</b>	<b>669</b>				
Garantía General / Monto Emisión Oblig. en Circulación					51,56
Garantía General / Monto Emisión en Circulación más Titularización					51,56

Es importante señalar que aunque los activos cubran las emisiones vigentes de acuerdo a la regulación, no significa que la emisión de obligaciones tenga ninguna prelación frente al resto del pasivo. Por lo tanto, este análisis no es relevante para determinar el riesgo de crédito de una operación.

## RESGUARDOS

De acuerdo a la escritura pública de la emisión de obligaciones, la compañía ha establecido para esta emisión los resguardos de ley. Adicionalmente, MARCIMEX estableció el siguiente resguardo:

- 1. Resguardo:** Índice de endeudamiento neto máximo: **2.0 : 1**

Para el cálculo de este índice se considera en el numerador todos los pasivos más garantías solidarias otorgadas por MARCIMEX a terceros, y en el denominador el patrimonio, en el cual se incluirá la utilidad neta menos activos intangibles, diferidos, gastos pagados por anticipado y cuentas por cobrar a relacionadas que no sean comerciales.

Este compromiso, consta expresamente dentro de la escritura pública del Contrato de Emisión de Obligaciones, así como también en el Prospecto de Oferta Pública. Al mes de marzo-12 la empresa cumple con el resguardo establecido (1.78:1).

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

La emisión de obligaciones objeto de esta calificación, es la primera experiencia de la empresa en el mercado de valores. La emisión de obligaciones fue colocada en su totalidad.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

## EMPRESA: MARCIMEX

(Miles de USD)	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12
<b>RESULTADOS</b>						
Ventas	81.254	105.424	106.716	135.705	166.396	29.997
% crecimiento	7,9%	29,7%	1,2%	27,2%	22,6%	-27,9%
Costos	-67.823	-84.020	-84.470	-108.928	-126.167	-22.161
% crecimiento	5,9%	23,9%	0,5%	29,0%	15,8%	-29,7%
MARGEN BRUTO (%)	16,5%	20,3%	20,8%	19,7%	24,2%	26,1%
Otros Ingresos Operativos	4.365	3.751	7.079	10.432	11.832	2.417
% crecimiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.655	9.298	10.370	16.050	22.393	3.598
MARGEN EBITDA (%)	5,7%	8,8%	9,7%	11,8%	13,5%	12,0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.655	9.298	10.370	16.050	22.393	3.598
MARGEN EBITDAR (%)	5,7%	8,8%	9,7%	11,8%	13,5%	12,0%
Cuota leasing del periodo	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	352	605	866	394	997	199
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.303	8.692	9.504	15.657	21.396	3.399
MARGEN EBIT (%)	5,3%	8,2%	8,9%	11,5%	12,9%	11,3%
Gasto Financiero del periodo	-1.398	-1.599	-2.767	-3.741	-5.459	-2.208
Gasto Financiero/Ventas + Otros Ingresos Operativos	1,6%	1,5%	2,4%	2,6%	3,1%	6,8%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	9,4%	10,3%	16,9%	26,2%	29,6%	39,8%
Impuestos a la renta	-791	-1.907	-1.845	-2.820	-3.898	-290
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	27,0%	26,9%	26,9%	24,2%	24,5%	21,9%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	0,0%	0,0%	1,6%	0,0%	0,2%	8,4%
UTILIDAD NETA	2.133	5.186	5.019	8.850	12.034	1.033
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2,5%	4,8%	4,4%	6,1%	6,8%	3,2%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	13,3%	28,1%	23,1%	36,5%	44,3%	13,9%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	4,7%	9,7%	8,3%	14,1%	15,1%	4,7%
<b>FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)</b>						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	2.485	5.791	5.884	9.244	13.031	1.231
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-2.460	-3.655	-5.293	2.209	-24.561	5.001
<b>Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>-420</b>	<b>1.471</b>	<b>830</b>	<b>11.322</b>	<b>-11.712</b>	<b>6.097</b>
Inversión en Activos Fijos	-445	-657	352	-222	-26	-116
Otras Inversiones, Neto	0	-8	-114	92	-155	-19
<b>Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>-420</b>	<b>1.471</b>	<b>830</b>	<b>11.322</b>	<b>-11.712</b>	<b>6.097</b>
Variación Neta de Deuda Financiera	2.041	-804	2.501	-6.765	17.945	-7.703
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-952	-1.900	-1.900	-7.000	-8.100	0
Otros Financiamientos, Neto	-43	77	682	1.529	2.629	1.201
<b>Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo</b>	<b>626</b>	<b>-1.156</b>	<b>2.113</b>	<b>-914</b>	<b>763</b>	<b>-405</b>
<b>Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FTCH</b>						
EBITDA OPERATIVO	4.655	9.298	10.370	16.050	22.393	3.598
(-) Gasto Financiero del periodo	-1.398	-1.599	-2.767	-3.741	-5.459	-2.208
(-) Impuesto a la renta del periodo	-791	-1.907	-1.845	-2.820	-3.898	-290
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el periodo (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>2.466</b>	<b>5.791</b>	<b>5.758</b>	<b>9.489</b>	<b>13.037</b>	<b>1.100</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-2.460	-3.655	-5.293	2.209	-24.561	5.001
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>7</b>	<b>2.136</b>	<b>465</b>	<b>11.698</b>	<b>-11.524</b>	<b>6.101</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	126	0	42	131
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	19	0	0	-246	-48	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	-952	-1.900	-1.900	-7.000	-8.100	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-445	-657	352	-222	-26	-116
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-1.372</b>	<b>-429</b>	<b>-1.070</b>	<b>4.322</b>	<b>-19.812</b>	<b>6.097</b>
<b>VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA</b>	<b>2.041</b>	<b>-804</b>	<b>2.501</b>	<b>-6.765</b>	<b>17.945</b>	<b>-7.703</b>
<b>OTROS FINANCIAMIENTO NETO</b>	<b>-43</b>	<b>77</b>	<b>682</b>	<b>1.529</b>	<b>2.629</b>	<b>1.201</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>626</b>	<b>-1.156</b>	<b>2.113</b>	<b>-914</b>	<b>763</b>	<b>-405</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>625</b>	<b>1.252</b>	<b>95</b>	<b>2.208</b>	<b>1.294</b>	<b>2.057</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA</b>	<b>1.252</b>	<b>96</b>	<b>2.208</b>	<b>1.294</b>	<b>2.057</b>	<b>1.652</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE</b>	<b>1.252</b>	<b>95</b>	<b>2.208</b>	<b>1.294</b>	<b>2.057</b>	<b>1.652</b>
<b>COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)</b>	<b>2,88%</b>	<b>5,30%</b>	<b>5,06%</b>	<b>6,49%</b>	<b>7,31%</b>	<b>3,39%</b>
(-) cuota leasing del periodo (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)</b>	<b>4.655</b>	<b>9.298</b>	<b>10.370</b>	<b>16.050</b>	<b>22.393</b>	<b>3.598</b>
<b>BALANCE</b>						
Caja e Inversiones Corrientes	1.252	95	2.208	1.294	2.057	1.652
<b>Activos Totales</b>	<b>48.217</b>	<b>58.674</b>	<b>62.026</b>	<b>63.864</b>	<b>95.111</b>	<b>81.028</b>
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	15.944	15.140	14.807	9.707	22.770	15.067
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	2.834	1.168	6.051	6.051
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes al Patrimonio	2.958	2.446	3.894	5.134	2.596	2.596
<b>Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)</b>	<b>15.944</b>	<b>15.140</b>	<b>17.641</b>	<b>10.875</b>	<b>28.821</b>	<b>21.118</b>
Pasivos con Proveedores	12.583	17.487	12.253	15.147	15.655	10.146
Otros Pasivos	3.020	5.837	8.804	12.664	21.524	19.620
Pasivos Totales	31.547	38.465	38.698	38.687	65.999	50.884
<b>Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)</b>	<b>16.670</b>	<b>20.209</b>	<b>23.328</b>	<b>25.178</b>	<b>29.111</b>	<b>30.144</b>
<b>Patrimonio Tangible</b>	<b>12.841</b>	<b>16.951</b>	<b>16.974</b>	<b>18.775</b>	<b>22.288</b>	<b>25.931</b>
<b>Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible</b>	<b>3.829</b>	<b>5.704</b>	<b>10.248</b>	<b>11.537</b>	<b>9.420</b>	<b>6.809</b>
<b>Capitalización ****</b>	<b>32.614</b>	<b>35.349</b>	<b>40.969</b>	<b>36.053</b>	<b>57.932</b>	<b>51.262</b>
Pasivos contingente	0	1.850	1.650	12.346	24.211	22.861
<b>Pasivos fuera de Balance</b>	<b>643</b>	<b>439</b>	<b>422</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>GARANTÍA GENERAL</b>						
Activos Pignorados	0	23.990	8.463	8.463	49.790	47.644
Activos diferidos	0	250	363	271	430	448
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	48.217	34.433	53.199	55.131	44.891	32.936
<b>Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado</b>	<b>48.217</b>	<b>34.433</b>	<b>53.199</b>	<b>55.131</b>	<b>44.891</b>	<b>32.936</b>
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	4.500	2.834	1.168	669
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	12	19	38	49
Límite Legal para Emitir Obligaciones	38.574	27.547	42.560	44.104	35.913	26.349

### EMPRESA: MARCIMEX

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>						
<b>COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING</b>						
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	3,33	5,81	3,75	4,29	4,10	1,63
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del periodo (x)	3,01	5,40	3,87	4,23	4,10	1,58
EBITDAR/cargos fijos (intereses y cuota leasing del periodo)(x)	3,33	5,81	3,75	4,29	4,10	1,63
FFO/intereses del periodo (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	2,76	4,62	3,08	3,54	3,39	1,50
CFO/intereses del periodo (CFO INTEREST COVER)	1,00	2,34	1,17	4,13	-1,11	3,76
FFO/cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2,76	4,62	3,08	3,54	3,39	1,50
CFO/cargos fijos	0,00	1,34	0,17	3,13	-2,11	2,76
<b>APALANCAMIENTO</b>						
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3,42	1,63	1,70	0,68	1,29	1,47
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	3,16	1,62	1,49	0,60	1,20	1,35
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	6,46	2,61	3,06	1,15	2,21	4,80
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	49%	43%	43%	30%	50%	41%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	19,5%	26,0%	28,6%	32,9%	20,5%	15,6%
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0,51	0,39	0,46	0,28	0,44	0,42
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	2,46	2,27	2,28	2,06	2,96	1,96
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	2,46	2,27	2,28	2,06	2,96	1,96
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	1,24	0,89	1,04	0,58	1,29	0,81
porcentaje dividendo pagado en el periodo/ut del año anterior	33%	89%	37%	139%	92%	0%
<b>LIQUIDEZ</b>						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	1,00	1,00	0,84	0,89	0,79	0,71
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,15	0,38	0,39	0,98	0,57	0,29
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	3,46	5,70	0,63	0,20
CASH + FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,23	0,39	0,54	1,11	0,66	0,40
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,00	0,14	0,04	1,21	(0,50)	1,65
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	0,28	7,02	-0,56	1,12
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,01)	(0,02)	0,08	0,58	(0,78)	1,73
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	-	0,68	3,37	-1,62	2,31
<b>OTROS INDICES</b>						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	16.093	17.482	23.476	25.489	34.894	34.198
Liquidez Acida (x)	112%	109%	138%	147%	142%	141%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	109%	105%	129%	143%	134%	137%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	150%	142%	146%	151%	131%	137%
Patrimonio / Activo Total (x)	35%	34%	38%	39%	31%	37%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	2	3	2	3	2	2
Días de cuentas por cobrar	150	142	153	135	163	173
Rotación de inventarios (x)	5	6	8	11	9	5
Días de inventarios	66	61	46	33	38	80
Rotación de cuentas por pagar (x)	5	5	7	7	8	9
Días de cuentas por pagar	67	75	52	50	45	41
Rotación Capital de Trabajo	4	5	4	4	4	3
Días de Capital de Trabajo	85	75	100	84	100	139
Días de Ciclo de Operación	(64)	(54)	(47)	(33)	(56)	(73)
Activo corriente / Pasivo corriente	152%	147%	171%	177%	168%	197%

(x) Índice expresado en número de veces

\* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

\*\* Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

\*\*\*\* Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

El crecimiento del PIB en el 2011 superó las expectativas iniciales alcanzando 7.8% según las últimas cifras publicadas por el BCE. Parecería que la proyección de un crecimiento desacelerado para el 2012, tiene sustento según el comportamiento del último trimestre del 2011. De todos modos, seguirá siendo un buen año considerando sobretodo la situación económica internacional.

En el 2012, las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

Aunque se estima que en un futuro previsible las condiciones favorables en cuanto a la oferta de crédito y al precio del petróleo se mantendrían, es incierto hasta cuando estas condiciones prevalecerán. Preocupa la falta de ahorro y la ausencia de mecanismos de contingencia para enfrentar períodos de crisis.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011 prev.	2012 prev.
PIB ( USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,928	28,031
Inc. PIB ( Mill.2000)%	7.24	0.36	3.60	7.78	5.40
PIB CORRIENTE ( Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%	-4.03%	11.45%	13.74%	13.74%	8.67%
Inc.anual oferta y demanda global%(usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.50	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	6.12**	
Deuda total del Gobierno/PIB%	25.34	19.67	23.40	22.10***	20.35****
Deuda externa del Gobierno/PIB%	19.19	14.39	15.22	15.27***	14.06****
Deuda interna del Gobierno/PIB%	6.15	5.28	8.18	6.83***	6.29****
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	-0.95	
Presupuesto General del Estado/PIB%	-1.10	-4.30	-1.60	-1.63	-5.20
Ingreso Sector Público/PIB %	40.70	35.33	39.98	47.76****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB%	27.20	26.80	29.16	33.88****	
Inversión del Gobierno /PIB %	12.91	12.84	12.45	14.90****	
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	102.46*	
estimación BCE a marzo 2012					
fuente: A nálisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y pro forma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
Datos a septiembre 2011					
**BCE inflación anual a marzo 2012					
*** deuda a diciembre 2011/ PIB corriente proyectado					
**** deuda a marzo 2012/PIB por proyectado 2012					
**** BCE con datos a diciembre 2011 actualizado					
*abril 9 de 2012					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 7.8%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas iniciales y al comportamiento esperado para el 2012:

sectores	2011 prev anterior	2011 prev actual	2012 prev actual
Refinación de Petróleo	25.4%	9.8%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	31.0%	5.0%
Construcción	14.0%	21.0%	5.5%
Servicios	6.9%	6.9%	5.7%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%		
Intermediación Financiera	7.8%	9.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.9%	4.9%
Productos de Madera y elaboración	10.0%		11.0%
Alimentación y Bebidas			10.2%
Textiles	9.0%		9.2%

\* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente:BCE

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.5% frente a un importante 7.4% del 2010. Para el 2012, se espera una desaceleración a 4.9%.

	2012	2009	2010	2011	2012
	PREV USD CORR	TASAS DE CRECIMIENTO			
OFERTA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
PIB	71,625	0.4%	3.6%	7.8%	5.3%
IMPORTACIONES	26,135	-11.6%	16.3%	0.7%	4.0%
DEMANDA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
EXPORTACIONES	22,286	-5.9%	2.3%	8.2%	2.9%
DEMANDA INTERNA	75,174	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%

FUENTE :BCE; ANÁLISIS SEMANAL

Dentro de la oferta, en el cuadro anterior se destaca el comportamiento de las importaciones que luego de una contracción importante en su crecimiento en 2011, para el 2012, la tasa de crecimiento se recuperaría, lo cual indicaría que las restricciones a las importaciones se aflojarían.

En cuanto a la demanda, se esperaría que la demanda externa crezca en apenas 2.9% luego de un importante aumento en el 2011. Se han creado políticas de incentivos que hacen más atractivo contratar con el sector público que exportar. No hay nuevas operaciones petroleras privadas de importancia. La demanda interna se incrementará a una tasa más alta que en 2012.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2009	2010	2011	2012
PREVISIÓN DEL BCE	tasas de crecimiento			
	proy.			
DEMANDA INTERNA USD 2000	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
1) Consumo	-0.1%	6.9%	5.2%	4.7%
Estado	4.0%	1.4%	4.6%	3.7%
Hogares	-0.7%	7.7%	5.9%	4.9%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	-4.3%	10.2%	12.3%	5.3%
3) EXISTENCIAS	-30.8%	45.3%	-52.3%	17.2%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aun cuando la recaudación de impuestos ha mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

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

**PERSPECTIVAS 2012**

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

**PERSPECTIVAS 2013 – 2015**

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aun considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

**SECTOR PRIVADO**

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



deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de “Control de Poder de Mercado” que ya está vigente.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

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

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