

Ecuador
 Emisión Obligaciones

MARCIMEX S.A.

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo Cambio
Emisión de Obligaciones	AA-	NR	Mar.09

NR: No Registra

Emisión de Obligaciones	
Monto:	USD 5'000.000
Tramo A1	USD 3'000.000
Tramo A2	USD 2'000.000
Plazo:	
Tramo A1	1.080 días (3 años)
Tramo A2	1.080 días (3 años)
Cupón de Interés:	Tasa Pasiva Referencial publicada por el Banco Central del Ecuador (TPR BCE) + 2 puntos porcentuales, reajustables cada 90
Pago de Interés:	Cada 90 días
Pago de Capital:	Cada 180 días
Modalidad Cálculo Pago:	Capital e intereses Base 360/360
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Reestructuración de Pasivos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Oblicorp Cia. Ltda.
Agente Colocador:	Probroker S.A. Casa de Valores.
Agente Pagador :	Banco Pichincha C.A.
Representante Obligacionistas:	Polit & Polit Abogados S.C.C.

Contactos

Patricio Baus
 (593 2) 222 23 23
pbaus@bankwatchratings.com

Sebastián Baus
 (593 2) 254 83 93
Sebastian.baus@bankwatchratings.com

Perfil

La Compañía fue constituida en julio de 1964 bajo el nombre de Marcelo Jaramillo e Hijos S.A. Luego de varias fusiones y cambios de denominación, en julio de 1992 cambia su razón social por la de MARCIMEX S.A., y tiene por objeto social la compra y venta de materiales de construcción y electrodomésticos y realizar actividades agrícolas, importación, exportación de materias primas y de maquinaria nueva y usada, y negociaciones relacionadas con cartera comercial. En la actualidad, MARCIMEX S.A. 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.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. ha decidido otorgar a la emisión propuesta por MARCIMEX S.A. la calificación de **AA- (Doble A menos)**. De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, esta calificación **“corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general”**.

La calificación otorgada es una calificación local que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el riesgo país ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria. Este riesgo sin embargo, está implícito en los valores de deuda emitidos. En este caso el acta de emisión no establece explícitamente que el valor calificado será pagado en la moneda vigente en la economía ecuatoriana al momento del pago.

Esta calificación reconoce las fortalezas de la empresa en cuanto a la gestión operativa que ha generado buenos resultados y a su experiencia en el mercado de importación, comercialización y financiamiento de electrodomésticos.

Por el tipo de negocio, el requerimiento de altos niveles de capital de trabajo ha resultado en niveles apretados de flujo de caja y liquidez. La volatilidad del ciclo del negocio obliga a la compañía a financiarse con terceros para cubrir las exigencias de flujo de caja. Históricamente la compañía se ha financiado con proveedores y con el sistema financiero en proporciones similares. La calificadora estima que en el futuro la fuente de financiamiento de la empresa no registrará cambios significativos debido a que MARCIMEX representa un buen riesgo para el sistema financiero y por ser una compañía relacionada a su mayor proveedor.

Pensamos que el decrecimiento en ventas proyectado para los siguientes dos años debido a la contracción económica, no afectara a los márgenes operativos en la misma proporción debido al enfoque estratégico de fortalecer su canal minorista, cambios en el manejo de inventarios y a los descuentos que recibe de sus principales proveedores. Sin embargo, estimamos que los índices de rentabilidad sobre patrimonio y activos se verán reducidos comparados con el 2008, pero de cumplirse las proyecciones de la empresa no afectaran la capacidad de pago de la emisión de obligaciones.

MARCIMEX tiene más de 20 años de experiencia otorgando crédito a sus clientes, manteniendo niveles de morosidad

FECHA COMITE: Marzo/13/ 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Enero, 2009

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



controlados y bajos. Siendo que el financiamiento de cartera es cada vez es más importante en los resultados y flujos de la empresa, BankWatch Ratings estará vigilante a que los niveles de morosidad se encuentren dentro de los rangos proyectados por la empresa.

Por otro lado, esta emisión de obligaciones, cuenta con resguardos adicionales a los de ley que protegen al inversionista estableciendo niveles máximos de endeudamiento en relación al patrimonio durante la vida de la emisión.

▪ **ANALISIS FODA**

FORTALEZAS

- Experiencia y conocimiento del mercado de importación y comercialización de línea blanca y línea café (más de 40 años en el negocio).
- Distribuidores exclusivos de Indurama para el canal mayorista.
- Alto posicionamiento de mercado.
- Profundo conocimiento en financiamiento a clientes.

OPORTUNIDADES

- Introducción de tarjeta de crédito propia.
- Desarrollo de nuevas agencias para el canal minorista.
- Aumento en la demanda de electrodomésticos nacionales.

DEBILIDADES

- Concentración de proveedores.
- Alto apalancamiento financiero.
- Dependencia de terceros para requerimientos de flujo de caja.

AMENAZAS

- Inestabilidad económica y política.
- Reducción de entrada de divisas provenientes de los migrantes.
- Incremento de aranceles afecta los precios de electrodomésticos importados.

▪ **HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

Mediante Resolución 466 del COMEXI, en el Registro Oficial No. 512 del 22 de Enero del 2009, el Gobierno resuelve establecer una salvaguardia por balanza de pagos, de aplicación general y no discriminatoria a las importaciones provenientes de todos los países, incluyendo aquellos con los que Ecuador tiene acuerdos comerciales vigentes que reconocen preferencias arancelarias, con el carácter de temporal y por el período de un (1) año, en los siguientes términos:

- a) Aplicar un recargo ad-valórem, adicional al arancel nacional para las importaciones de mercancías que constan en el Anexo I de la presente resolución;
- b) Aplicar un recargo específico, adicional al arancel nacional para las importaciones de mercancías que constan en el Anexo II de la presente resolución; y,

c) Establecer cuotas, limitando el valor de las importaciones de mercancías, en los términos que constan en el Anexo III de la presente resolución.

Los productos importados por MARCIMEX entran dentro del Anexo II de la mencionada resolución, lo que quiere decir que varios de los productos importados se verán afectados con aranceles del 30% - 35%.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por el auditor externo Carlos René Espinosa Albán para los años 2004, 2005 y estados financieros auditados por la firma Cedel S.A. para los años 2006 y 2007 los cuales no presentan salvedades ni limitaciones, y estados financieros interinos para diciembre 2008 y enero 2009.

▪ **DESCRIPCION DEL EMISOR**

La Compañía fue constituida en julio de 1964 bajo el nombre de Marcelo Jaramillo e Hijos S.A. Luego de varias fusiones y cambios de denominación, en julio de 1992 cambia su razón social por la de MARCIMEX S.A., y tiene por objeto social la compra y venta de materiales de construcción y electrodomésticos y realizar actividades agrícolas, importación, exportación de materias primas y de maquinaria nueva y usada, y negociaciones relacionadas con cartera comercial. En la actualidad, MARCIMEX S.A. 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. El canal mayorista representa alrededor del 63% de las ventas y está distribuido en más de 1.000 clientes, mientras que el canal minorista representa alrededor del 37% de las ventas y está compuesto por 42 tiendas a nivel nacional de las cuales 3 son de propiedad de la compañía y el resto son arrendadas. Para la logística de distribución, MARCIMEX S.A., cuenta con una bodega central en Guayaquil y 10 bodegas regionales, las cuales todas son arrendadas.

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 and Decker y Panasonic. Además la empresa cuenta con una marca propia en línea blanca y café denominada GLOBAL. Las marcas Indurama y LG representan en conjunto más del 70% de las ventas. MARCIMEX S.A. ha otorgado crédito directo a sus clientes desde hace 20 años, el cual ha pasado a ser parte importante del negocio, siendo que el 75% de las ventas a minoristas tienen financiamiento y el 95% de las ventas a mayoristas. En la actualidad el negocio de financiamiento representa alrededor del 43% de la utilidad neta.

▪ **ESTRUCTURA DEL GRUPO**

La empresa Girasol Group es mayoritaria en la estructura accionarial de MARCIMEX S.A., Indurama y Austronomar. La empresa Indurama se dedica a la fabricación de cocinas y refrigeradoras para su venta y

ANÁLISIS ECONOMICO Y RIESGO SECTORIAL

El 2009 será un año complicado para el crecimiento del país debido a la reducción de las principales fuentes de ingresos.

El presupuesto del Estado se realizó con expectativas de un precio del petróleo alrededor de \$85, mientras que en la actualidad se cotiza en menos de \$30. Esta reducción en la principal fuente de ingresos del país es preocupante, tomando en cuenta que el gobierno impulsó una nueva Constitución multiplicando los beneficios a la población, basando el crecimiento del país en gasto público. Por otro lado, la segunda fuente de ingresos del país, las remesas, también se han visto afectadas con una reducción de más del 13% en el tercer trimestre con relación al año anterior (reducción mayor a \$100 millones) y con proyecciones a que sigan disminuyendo. Las exportaciones, siendo otra de las principales fuentes de ingresos del país se han contraído influenciadas por la crisis mundial, ya que la demanda de productos ecuatorianos se ha reducido. A esto se suma la volatilidad del tipo de cambio del dólar en comparación con los principales socios comerciales, la cual hace que los productos ecuatorianos pierdan competitividad. Esto ha generado un déficit en la Balanza Comercial no petrolera de alrededor de USD 7 mil millones a noviembre del 2008. Como consecuencia, el gobierno decidió establecer una salvaguardia por balanza de pagos a las importaciones, con el carácter de temporal por el periodo de un año. Esto quiere decir que se aplicará un recargo ad-valorem o específico adicional al arancel nacional y para algunos productos se establecerán cuotas, limitando el valor de las importaciones. En el caso del sector de línea blanca y línea café se verán afectados con aranceles de 30% a 35%. Esta medida afectaría a las ventas totales alrededor del 18% en el 2009.

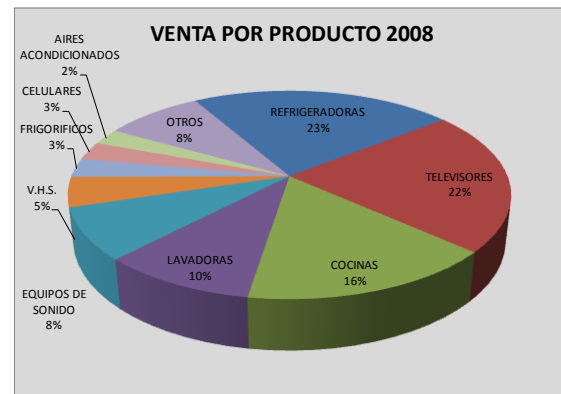
Por otro lado, la contracción de las principales fuentes de ingresos sumados a la declaración de moratoria de la deuda ecuatoriana, dificultará el acceso al crédito para el país. El resultado de los puntos mencionados será un decrecimiento o posible contracción de la economía, con un incremento en el desempleo que a diciembre alcanzaba el 7.50%. Como secuela veremos una reducción en los depósitos bancarios, en el medio circulante y en el consumo en general.

Se estima que el sector financiero será más cauteloso con su liquidez y se reducirán las colocaciones, al tiempo en que los índices de morosidad tenderían a incrementarse. El sector financiero podría verse afectado por la nueva Ley Financiera que otorga al gobierno cierto control sobre el sistema. Actualmente las comisiones y tasas de interés son fijadas por el ente regulador, y el Estado determinará si la banca puede repartir utilidades. Con la nueva Ley, el gobierno administrará el Fondo de Liquidez del sistema financiero, el cual tendrá que invertirse en países de la región. Además gravará con impuestos a los depósitos que los bancos tengan en el exterior e incrementará el impuesto a la salida de capitales.

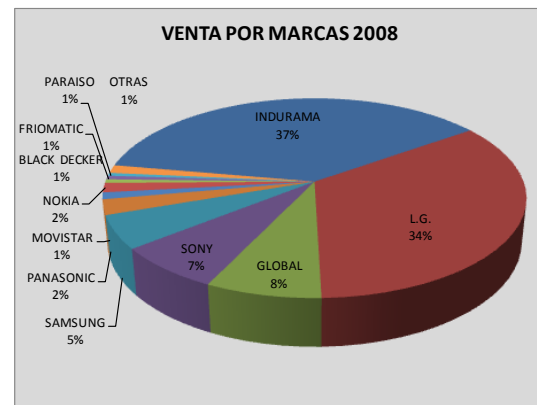
Los principales riesgos que podemos observar dentro del sector es la inestabilidad económica y política que vive el país, la cual podría verse reflejada en una demanda decreciente de los productos comercializados, especialmente los importados. Esto también podría presionar los indicadores de recuperación de cuentas por cobrar y dificultar el acceso a nuevas fuentes de financiamiento.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

De acuerdo a datos tomados de la Revista Vistazo, Ranking de Empresas años 2004, 2005, 2006, 2007, MARCIMEX cuenta con una participación de mercado cercana al 8% en los últimos años. Esto le ubica en la tercera posición luego de Comandato (9.01%) y La Ganga (8.91%). Otros competidores importantes son ICESA (7.60%), Artefacta (6.94%) y Créditos Económicos (6.38%). Los productos más importantes dentro de la comercialización de MARCIMEX, figuran las refrigeradoras y los televisores, siendo que en conjunto representan alrededor del 45% de las ventas.



Es importante mencionar que el precio promedio de los productos comercializados por MARCIMEX es de USD163, siendo que los Frigoríficos tienen el mayor precio con un promedio de USD551. Con estos valores, se puede inferir que el enfoque de la empresa es el sector medio, medio-bajo. Por otra parte, las marcas más importantes en la comercialización de productos son Indurama y LG representando el 71% de las ventas.



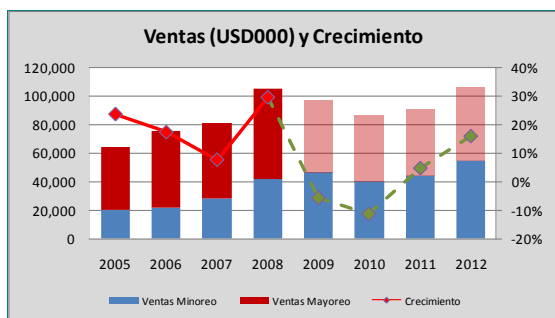


La diversidad y alto número de clientes en el canal mayorista, se puede observar por la baja concentración que mantiene, así los 10 mayores clientes representan el 15% de las ventas. Por otro lado en el canal minorista, las 10 agencias con mayor venta representan el 51% de las ventas de este canal. Las ciudades en donde se concentran las mayores ventas son Portoviejo, Quevedo y Manta.

Un riesgo propio de MARCIMEX, es la elevada concentración de sus proveedores, ya que las dos marcas principales representan más del 70% del total. En cierta manera este riesgo es mitigado por la exclusividad de distribución de la marca Indurama, debido a que forman parte del mismo Grupo empresarial. Esto permite tener un negocio cautivo que actúa como soporte en cualquier eventualidad. Además, es importante mencionar que al ser Indurama un fabricante nacional, podría verse beneficiado por las nuevas regulaciones a las importaciones impuestas por el Gobierno.

▪ **GESTION OPERATIVA**

Las ventas al cierre del 2008 alcanzaron USD105.424.132, representando un crecimiento del 30%, el más alto en los últimos cuatro años. El crecimiento de la empresa ha sido volátil (2005-24%; 2006-18% y 2007-8%), debido a cambio de estrategias en la parte de financiamiento y de canales. El sólido crecimiento del 2008 contempla un crecimiento del 50% en el canal minorista y de un 19% en el canal mayorista. La empresa aumentó 9 agencias nuevas y mantuvo una campaña comercial agresiva. De acuerdo al siguiente cuadro podemos observar la tendencia de crecimiento y como el canal minorista ha venido consolidándose en los últimos años. Este canal en el 2005 representaba el 31% de las ventas totales mientras que para el 2008 alcanza el 39%. La Gerencia ha mencionado que la estrategia será seguir fortaleciendo el canal minorista, concentrando el crecimiento en provincias.



De acuerdo al gráfico anterior, es importante mencionar que la empresa proyecta un decrecimiento en las ventas para 2009 y 2010 en promedio de -8% y una recuperación promedio para el 2011 y 2012 del 10%. El decrecimiento de los próximos dos años será de mayor proporción en el canal mayorista.

A pesar del rápido crecimiento en el último año, el costo de ventas se ha reducido a 80% de las ventas totales mientras que el promedio de los últimos cuatro años se

mantuvo en 84%. Esto se debe principalmente a las condiciones favorables en los descuentos proporcionados por Indurama debido a la importancia que MARCIMEX representa como cliente. Pensamos que el margen bruto en el futuro se mantendrá en niveles del 20% debido al enfoque de crecimiento en el canal minorista, el cual maneja mayores márgenes. Además, en el futuro las importaciones se normalmente se las realizaba desde Corea se realizarán desde Panamá para la mayoría de productos, lo cual ayudará a disminuir el costo de ventas y los días de inventarios. Los gastos administrativos se han reducido ligeramente en relación a las ventas, así en el 2005 estos alcanzaban el 5.5% de las ventas mientras que para el 2008 llegaron a 4.6%. Por otro lado, los gastos de comercialización han aumentado paulatinamente en relación a las ventas, siendo que en el 2005 estos representaban el 11.8% y en el 2008 alcanzaban el 14.4%. Esto se debe a la apertura de nuevas tiendas y adecuaciones de las mismas. Sin embargo, la disminución antes mencionada en el costo de ventas ha permitido alcanzar un resultado operativo sobre ventas del 5.9% en el 2008 (el más alto en los últimos 4 años) comparado con el 3.4% en 2005.

El financiamiento otorgado por la empresa a sus clientes es parte fundamental del negocio, el cual ha generado ingresos financieros (ingresos no operacionales) que representan alrededor del 4% de las ventas. Dentro de estos ingresos también se contabilizan ingresos por valores compartidos por publicidad y promociones que las marcas devuelven.

El peso del gasto financiero se ha mantenido en un promedio de 1.6% con respecto a las ventas durante los últimos cuatro años, llegando a USD 1.6MM al cierre del 2008. Se observa un incremento importante en la tasa promedio del crédito como consecuencia de las restricciones de liquidez en el mercado.

El resultado antes de participación a empleados e impuesto a las utilidades en el 2008 alcanzó USD9.944M, el mayor resultado en los últimos 4 años (94% mayor al del 2007). De acuerdo con proyecciones de la empresa, este resultado se contraerá en un 12% a finales del 2009 y de igual manera en el 2010 debido a la crisis económica y a las limitaciones impuestas por el gobierno a las importaciones. Por otra parte la utilidad neta en el 2008 alcanzó USD5.155M que representa el 4.9% con respecto a las ventas totales. Este indicador mantuvo un promedio de 3.94% en los últimos tres años y las proyecciones de gerencia esperan que se mantenga alrededor del 4.8% en los próximos dos años.

La calificadora estima que a pesar del decrecimiento en ventas en los próximos años, los márgenes no se debilitaran en la misma proporción debido a las políticas de descuento otorgados por Indurama (mayor proveedor de sus productos), al fortalecimiento del canal minorista y al nuevo manejo de inventarios antes mencionado. Sin embargo, estimamos que los índices de rentabilidad sobre patrimonio y activos se verán reducidos comparados con el 2008. Tomando en cuenta la importancia de los ingresos financieros para Marcimex, BankWatch Ratings estará vigilante que los niveles de



morosidad de la cartera no sobrepasen los rangos proyectados por la empresa.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Al cierre del 2008, MARCIMEX cuenta con activos por USD 58.031M de los cuales cuentas por cobrar (69.3%) e inventarios (24.6%) representan alrededor del 94% del activo total.

Es importante mencionar que el peso de los activos fijos (propiedades) en el balance no es sustancial debido a que la mayoría de agencias utilizadas para el canal minorista son arrendadas (39 de 42 son arrendadas), además todas las bodegas utilizadas a nivel nacional también son arrendadas.

La totalidad de las cuentas por cobrar (USD40.188M) provienen de relaciones comerciales. En el 2006 y 2007 un promedio de 7.5% de las cuentas por cobrar correspondían a empresas relacionadas, sin embargo para el 2008 no existen cuentas por cobrar a relacionadas. Es importante mencionar que las políticas de cuentas por cobrar comerciales están divididas en el segmento mayorista y minorista y se mantienen estadísticas detalladas sobre el número de deudores, plazo, morosidad y monto en cada uno de los segmentos. En ambos casos, la mayor parte de cuentas por cobrar están atomizadas, siendo que la mayor parte de deudores son minoristas en general con créditos promedios de USD450 y un plazo máximo de 15 meses. En el canal mayorista el plazo máximo de financiamiento es de 4 meses. Como se mencionó anteriormente, la empresa cuenta con políticas de financiamiento definidas para cada uno de sus canales y la aprobación está sujeta a diferentes niveles de comités.

Es importante mencionar que la empresa tiene descalce de plazos entre activos y pasivos, siendo que al momento las principales fuentes de financiamiento (proveedores y sistema financiero) de la empresa son de corto plazo mientras que sus cuentas por cobrar son en promedio mayores a un año. El promedio de días por cobrar en los últimos 3 años ha sido de 129 días, sin embargo para el 2008 este indicador aumento hasta 142 días y de acuerdo a las proyecciones de la empresa se espera que llegue a promedios de 166 días. La morosidad de la cartera comercial es baja debido a los varios controles apoyados en la estadística generada para recuperación de cartera. Históricamente la morosidad se ha mantenido por debajo del 3%, para fines del 2008 se ubico en 2.3% para el canal minorista y 1% para el canal mayorista. La empresa, consecuente con la actual crisis económica, ha proyectado un aumento en la morosidad para los próximos años entre 6.02% y 8.1% para el canal minorista y entre 2.51% y 3.92% para el canal mayorista. Es importante conocer que la pérdida está definida por no pagos mayores a 180 días. En las políticas establecidas de cobranza, se estipula que si en el plazo indicado en la segunda notificación no se cancela la deuda se procede al retiro provisional de la mercadería.

Otra cuenta importante del activo, son los inventarios, de los cuales el 27% representa mercadería en tránsito. La rotación de inventarios al 2008 es de 6 veces, equivalente

a 61 días. Los días de inventarios deberían reducirse en el futuro debido a que la empresa comenzará a importar productos de Panamá y no de Corea como se lo realizaba anteriormente. La empresa estima que este cambio significará una reducción en días de inventario de alrededor de 30 días. Vale la pena mencionar que las principales marcas comercializadas se encuentran muy bien posicionadas dentro de su sector específico.

Al cierre del 2008 la empresa mantiene un valor de USD 439M en cuentas de orden por documentos devueltos de cartera vendida a los bancos y aun no cobrada. Cuando se cobran estos documentos los valores recuperados se contabilizan como ingresos extraordinarios.

ENDEUDAMIENTO

En el 2008, el activo está financiado en 34% por patrimonio y 66% por pasivo. Del total de pasivo (USD38.106M), el 44% representa deuda con proveedores y el 40% deuda con instituciones financieras. Por la naturaleza del negocio, la empresa requiere de altos niveles de capital de trabajo por lo tanto la empresa se ha apalancado con deuda financiera y con deuda a proveedores. El índice de apalancamiento (pasivo total / patrimonio tangible) se ha incrementado de 1.79:1 en el 2005 hasta 2.11:1 en diciembre 2008. De acuerdo a las proyecciones, este indicador se reduciría paulatinamente debido a las proyecciones menores en ventas.

El pasivo de MARCIMEX es esencialmente corriente, siendo que proveedores (USD 16.833M) y obligaciones financieras de corto plazo (USD 15.140M) representan el 85% del pasivo corriente. Al momento, no existe deuda de largo plazo, sin embargo, esto cambiaría con la emisión de obligaciones propuesta.

La empresa cuenta con 72 días de cuentas por pagar lo que representa un ciclo de operación negativo de 50 días. Es importante mencionar que los días de cuentas por pagar han aumentado, beneficiando el flujo de caja debido a las condiciones otorgadas por el principal proveedor, Indurama. Algunos proveedores del exterior exigen garantías bancarias a MARCIMEX para la entrega de productos. Estas garantías, a diciembre de 2008 han creado un contingente que asciende a USD800M. Además, a este valor de contingentes se debe sumar USD150M como garantía de arriendo del local ubicado en Guayaquil.

El patrimonio de MARCIMEX en el 2008 asciende a USD 19.925M. El capital social representa el 68% del patrimonio y ha crecido sostenidamente en los últimos años. Así, en el 2005 llegaba a USD 7.500M, mientras que a diciembre 2008 alcanzó USD 13.500M.

El incremento patrimonial responde a las utilidades obtenidas que se han mantenido en la empresa en una buena proporción. La política de dividendos se ha basado en mantener un nivel de endeudamiento entre 1.5:1 y 2:1.



▪ **CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**

Debido a la naturaleza del negocio, se puede ver que existe una marcada estacionalidad en el nivel de ventas de la empresa. A lo largo del año, esta enfrenta tres meses fuertes (Mayo, Noviembre, y Diciembre) marcados por el Día de la Madre y Navidad. Esta particularidad afecta directamente a las Cuentas por Cobrar, Inventarios, Proveedores y Pasivos Financieros que son cuentas relacionadas al nivel de ventas. Dado esto, el flujo de caja presenta variaciones de un mes a otro, donde se puede observar meses en los que hay un excedente y meses donde se presenta un déficit de recursos, generándose una necesidad de buscar financiamiento de corto plazo que deberá ser pagado a lo largo de los meses donde se generan excedentes.

Debido a lo antes mencionado, la empresa ha mantenido un nivel ajustado de liquidez, de esta forma caja e inversiones corrientes representan el 0.7% de la deuda financiera a corto plazo. Debido a que la empresa contabiliza los ingresos financieros por crédito a clientes en otros ingresos, los índices de flujo de caja operativo se ven más ajustados y no cubrirían la deuda financiera a corto plazo y necesitarían refinanciarla continuamente. Si el valor de ingresos financieros antes mencionado se integra a los ingresos operativos, los indicadores de liquidez mejoran, sin embargo, siguen ajustados debido al descalce de plazos entre activos y pasivos. De esta manera, el flujo operativo después de capital de trabajo cubriría solo en 5% la deuda financiera en el 2008, lo que quiere decir que el 95% de la deuda debe ser refinanciada. Es importante mencionar que la empresa no ha realizado inversiones significativas en activos fijos en los últimos años.

Consideramos que MARCIMEX sería considerada como un buen riesgo para el sistema financiero, el cual le permitiría refinanciarse en el futuro. De acuerdo a la nueva estructura de deuda planteada a través de la reestructuración de pasivos financieros de corto plazo, con la emisión de obligaciones y considerando que no se realizarían nuevas inversiones importantes en CAPEX o en empresas relacionadas, el flujo de operaciones se mantendría ajustado, pero cubriría el pago de la deuda.

▪ **ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS**

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos de la empresa.

ACTIVOS	Activos Enero 2009	Activos Gravados	Activos Garantía General	Emisiones en circulación
Activo Corriente	53,370		29,379	
Fondos Disponibles	208		208	
Cuentas por cobrar	39,284	10,199	29,085	
Inventarios	13,878	13,791	87	
Activo no corriente				
Activo Fijo				
Terrenos y Edificios	1,514		1,514	
Emisiones en circulación				
Corto plazo				5,000
Largo plazo				
ACTIVO TOTAL	54,884	23,990	30,894	5,000

Garantía / Emisión	6.2 veces
--------------------	-----------

Según la regulación vigente: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Para este efecto no se consideran los activos diferidos. Para el cálculo de la proporción antedicha deberán considerarse el monto no redimido de cada emisión de obligaciones. La relación porcentual determinada en los incisos anteriores deberá mantenerse hasta la total redención de las correspondientes obligaciones”.

A enero-09 los activos totales de la empresa suman USD 54.884M. De este valor, USD 23.990M son activos pignorado, lo que arrojaría un valor de USD 30.894M en activo libre para garantía general de la emisión de obligaciones. La emisión propuesta es de USD 5.000M, con lo cual existiría una cobertura de 6.2 veces.

RESGUARDOS ADICIONALES A LOS DE LEY

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 los siguientes resguardos:

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

Para el cálculo de este índice se considerará 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.

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

La emisión de obligaciones propuesta, es la segunda experiencia de la empresa en el mercado de valores. En el año 1991 la empresa realizó una emisión de obligaciones por un monto de \$300 millones de SUCRES, a un plazo de dos años y medio, la cual se pago en tiempo y forma.

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

MARCIMEX S.A.

	Dec-05	Dec-06	Dec-07	Dec-08	Jan-09
RESULTADOS					
Ventas	64,079	75,313	81,254	105,424	5,897
% crecimiento	23.9%	17.5%	7.9%	29.7%	-32.9%
MARGEN BRUTO (%)	15%	15%	17%	20%	23%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,706	-21	291	5,546	367
MARGEN EBITDA (%)	2.7%	0.0%	0.4%	5.3%	6.2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,706	-21	291	5,546	367
MARGEN EBITDAR (%)	2.7%	0.0%	0.4%	5.3%	6.2%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos o	56	518	352	605	0
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,650	-538	-61	4,941	367
Gasto Financiero del período	-1,101	-1,125	-1,398	-1,599	-165
Impuestos a la renta	-499	-576	-791	-1,938	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	13.1%	9.3%	9.4%	10.3%	12.7%
UTILIDAD NETA	2,473	2,860	2,133	5,155	524
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	26.6%	21.6%	13.3%	28.2%	31.1%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9.5%	7.9%	4.7%	9.7%	11.1%
FLUJO DE CAJA					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	2,529	3,377	2,485	5,760	525
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-5,888	-9,057	-2,460	-3,548	-1,250
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-3,359	-5,680	25	2,213	-726
Inversión en Activos Fijos	0	-217	-422	-277	14
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	1
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-3,359	-5,897	-397	1,935	-711
Variación Neta de Deuda Financiera	3,621	3,713	2,041	-804	801
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	479	-952	-1,900	0
Otros Financiamientos, Neto	-30	1	-43	0	-6
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	232	-1,703	649	-769	83
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)					
EBITDA OPERATIVO	1,706	-21	291	5,546	367
(-) Gasto Financiero del período	-1,101	-1,125	-1,398	-1,599	-165
(-) Impuesto a la renta del período	-499	-576	-791	-1,938	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	107	-1,721	-1,898	2,009	202
(-) Variación Capital de Trabajo	-5,888	-9,057	-2,460	-3,548	-1,250
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-5,782	-10,778	-4,358	-1,539	-1,048
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	2,466	5,146	4,365	3,799	335
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-43	-47	19	-48	-12
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	479	-952	-1,900	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	0	-217	-422	-277	14
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-3,359	-5,418	-1,349	35	-712
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	0.17%	-2.28%	-2.34%	1.91%	3.42%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	1,706	-21	291	5,546	367
BALANCE					
Caja e Inversiones Corrientes	1,991	625	1,252	103	208
Activos Totales	30,032	41,915	48,218	58,031	54,884
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	10,189	13,903	15,944	15,140	15,941
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	0	0
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	10,189	13,903	15,944	15,140	15,941
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	10,998	15,489	16,670	19,925	20,480
Capitalización ****	21,187	29,391	32,614	35,066	36,421
Pasivos contingente	0	0	0	950	1,850
ACTIVO PIGNORADO					
Derechos Fiduciarios	0	0	0	17,480	23,990
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	30,032	41,915	48,218	40,551	30,893
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	5,000	5,000
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)				8.1	6.2
Límite Legal para Emitir Obligaciones	24,026	33,532	38,574	32,441	24,714

(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.



MARCIMEX S.A.

	Dec-05	Dec-06	Dec-07	Dec-08	Jan-09
INDICADORES FINANCIEROS					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.55	-0.02	0.21	3.47	2.22
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1.55	-0.21	-0.09	3.29	2.31
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	1.55	-0.02	0.21	3.47	2.22
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	5.97	-670.15	54.88	2.73	3.62
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	4.81	-640.01	50.57	2.71	3.57
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	95.66	-8.08	-8.40	7.54	6.58
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-33%	-39%	-8%	0%	-54%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	48%	47%	49%	43%	44%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	25%	26%	20%	26%	21%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	54%	53%	51%	40%	46%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1.73	1.71	1.89	1.91	1.68
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	1.79	1.78	1.99	2.11	1.85
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	1.73	1.71	1.89	1.91	1.68
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	1.79	1.78	1.99	2.11	1.85
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	19.5%	4.5%	7.9%	0.7%	1.3%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	109.7%	-53.0%	-35.8%	225.6%	222.3%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	-425.1%	-858.4%	-211.8%	3.8%	-535.0%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	109.7%	-53.0%	-35.8%	225.6%	222.3%
CFO / cargos fijos	-525.1%	-958.4%	-311.8%	-96.2%	-635.0%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.01	-0.12	-0.12	0.13	0.15
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.57	-0.78	-0.27	-0.10	-0.79
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	-	-	-
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	-	-	-
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.17	-0.00	0.02	0.37	0.28
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero periodo)	0.19	-0.00	0.02	0.41	0.32
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	1.55	-0.02	0.21	3.47	2.22
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.33	-0.39	-0.08	0.00	-0.54
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	-	-	-	-
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	11,303	15,301	16,093	18,987	19,555
Liquidez Acida (x)	1.14	1.05	1.12	1.13	1.17
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1.12	1.02	1.09	1.07	1.11
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.57	1.56	1.50	1.48	1.55
Patrimonio / Activo Total (x)	0.37	0.37	0.35	0.34	0.37
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	3	3	2	3	2
Días de cuentas por cobrar	109	128	150	142	198
Rotación de inventarios (x)	6	5	5	6	4
Días de inventarios	58	79	66	61	92
Rotación de cuentas por pagar (x)	9	6	5	5	5
Días de cuentas por pagar	41	56	67	72	77
Rotación Capital de Trabajo	5	4	4	4	3
Días de Capital de Trabajo	75	86	85	81	129
Días de Ciclo de Operación	-51	-65	-64	-50	-83

(x) Índice expresado en número de veces