

Ecuador  
 Emisión Obligaciones

**MARCIMEX S.A.**

**Calificación**

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

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](mailto:pbaus@bankwatchratings.com)

Sebastián Baus  
 (593 2) 254 83 93  
[Sebastian.baus@bankwatchratings.com](mailto:Sebastian.baus@bankwatchratings.com)

**Perfil**

La Compañía fue constituida en agosto de 1949 en Cuenca bajo el nombre de Brandon Hat Company S.A., posteriormente en julio de 1964 se transforma en la compañía en nombre colectivo 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 mantener la calificación de **AA- (Doble A menos)** a la emisión propuesta por MARCIMEX S.A.. 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, sin embargo, una marcada reducción de los inventarios ha permitido mejorar estos niveles en el periodo analizado. 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.

Estimamos que el decrecimiento en ventas proyectado para este año y el 2010 debido a la contracción económica, no afectará 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 afectarán la capacidad de pago de la emisión de obligaciones.

**FECHA COMITE: Septiembre/30/ 2009**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Julio, 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.



MARCIMEX tiene más de 20 años de experiencia otorgando crédito a sus clientes, manteniendo niveles de morosidad controlados y bajos. Siendo que el financiamiento de cartera es cada vez más importante en los resultados y flujos de la empresa, representa un reto importante para la empresa mantener la calidad de la cartera para sostener sus resultados.

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. La empresa ha cumplido a cabalidad con los resguardos establecidos.

## ▪ 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 y comercialización de marcas reconocidas.
- 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

- Limitado número de proveedores.
- 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, 2007 y 2008 los cuales no presentan salvedades ni limitaciones, y estados financieros interinos para julio 2009.

## ▪ DESCRIPCION DEL EMISOR

La Compañía fue constituida en agosto de 1949 en Cuenca bajo el nombre de Brandon Hat Company S.A., posteriormente en julio de 1964 se transforma en la compañía en nombre colectivo 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 cerca 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 70% 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 comercialización en el Ecuador y en el mercado de exportación. Mientras que Austronomar se dedica a la producción y venta de camarones. Entre estas empresas existe una relación accionarial y administrativa; y entre MARCIMEX e Indurama también existe una relación comercial. Vale la pena mencionar que MARCIMEX no tiene préstamos con empresas relacionadas que no sean estrictamente de carácter comercial.

**ESTRUCTURA ACCIONARIAL**

La estructura accionarial de MARCIMEX S.A. hasta marzo del 2009 comprendía a 21 accionistas, de los cuales dos eran personas jurídicas y 19 eran personas naturales. En marzo 2009, el grupo de personas naturales decide consolidarse y ceden sus acciones a cuatro empresas creadas para este fin. De esta manera el número total de accionistas se redujo de 21 a 8, en donde existen seis personas jurídicas y dos personas naturales. Dos personas jurídicas son del exterior, una con nacionalidad Panameña y la otra con nacionalidad de las Islas Vírgenes Británicas, cuya inversión es considerada como inversión extranjera directa de acuerdo a los estatutos. Las cuatro nuevas empresas creadas son de nacionalidad ecuatoriana y pertenecen a miembros de la familia Jaramillo.

Estructura Accionarial		
Girasol Group	IVB	79.3%
Alianzcorp Cia. Ltda.	ECU	3.6%
Consignacorp Cia. Ltda.	ECU	3.6%
Vendimiacorp Cia. Ltda.	ECU	3.6%
Centeniocorp Cia. Ltda.	ECU	3.6%
Susana Crespo de Jaramillo	ECU	2.8%
Marcelo Jaramillo Malo	ECU	2.8%
Golden Creek	PAN	0.7%

**ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA**

En este año se realizaron cambios a los Estatutos de la empresa en el que se define que “El Gobierno, la Dirección y Administración de la Sociedad, está a cargo de las Juntas Generales de Accionistas, del Coordinador de Junta General, del Gerente Apoderado y del Sub-Gerente Apoderado”. La Junta General es el órgano supremo de la Sociedad y está dentro de su competencia el nombrar y remover al Coordinador de Junta General, al Gerente Apoderado, al Sub-Gerente Apoderado y a los comisarios. Para ser Coordinador de Junta General, Gerente Apoderado o Sub-Gerente Apoderado, no es necesario ser accionista. La Junta General de Accionistas está representada por una familia reconocida y con gran trayectoria en el Ecuador, quienes por medio de un Consejo Familiar definen la estrategia y plan de negocios anual para las diferentes empresas del Grupo. Estas estrategias deben ser ejecutadas por el Gerente Apoderado, quien tendrá la dirección inmediata de la Sociedad.

La representación legal de la compañía corresponde al Gerente Apoderado actuando en forma conjunta o por separado con el Sub-Gerente Apoderado.

La plana Gerencial se compone de:

Guillermo Torres B. Gerente General  
 Veronica Medina Gerente Finanzas  
 Juan Pesantes Gerente Mercadeo

En promedio la plana Gerencial tiene más de 6 años en el la Compañía.

La empresa cuenta con 585 personas de contratación directa y 7 por tercerización de seguridad distribuidos de la siguiente manera:

A Julio 2009	Directos	Servicios Profesionales	TOTAL
Administración	101		101
Crédito y Cartera	106		106
Mayoreo	66		66
Minoreo	312		312
Seguridad		7	7
<b>Total</b>	<b>585</b>	<b>7</b>	<b>592</b>

MARCIMEX S.A. no tiene un Comité de Empresa y nunca ha experimentado problemas laborales importantes. Alrededor del 64% del personal pertenece al área de ventas y cerca del 18% están en el área de otorgamiento de crédito y financiamiento. La gran mayoría de los empleados cuentan con sueldos variables de acuerdo a objetivos. En este año se cambio la modalidad de definir los objetivos, siendo que en años anteriores e basaban en ventas y en la actualidad se fundamentan en márgenes alcanzados.

El área comercial está dividida en ventas al mayoreo y ventas al Minoreo debido a las necesidades específicas de cada negocio. Cada división cuenta con Gerentes Departamentales y cuentan con políticas de crédito específicas. La Política de Crédito a Minoreo mantiene un Comité de Crédito que se reúne por lo menos una vez. Está definido en las Políticas que montos de crédito superiores a USD 2.500 deberán ser aprobados por el Jefe de Cartera. El plazo máximo de crédito en el canal Minorista es de 15 meses. Por otro lado, las Políticas de Crédito para clientes Mayoristas establecen dos categorías para la evaluación del riesgo de cartera por cliente. El nivel 1 comprende clientes con montos de cartera y consignación inferiores a USD 40.000 y están sujetos al análisis del Jefe Regional de Mayoreo, y el nivel 2 para clientes con montos de cartera y consignación superiores a USD 40.000, que estarían sujetos al análisis y aprobación del Comité de Crédito. El plazo máximo de crédito en el canal Mayorista es de 6 meses. Actualmente se aumentaron los plazos de los créditos (Minorista de 12 a 15 meses; Mayorista de 4 a 6 meses) debido a que inicio de año se aumento el porcentaje de entrada del 12% al 20%.

La coordinación de la logística se la realiza desde la matriz mediante un software desarrollado por la empresa en la que se manejan “batchs” de información con 12 horas de retraso.



## ANÁLISIS ECONOMICO Y RIESGO SECTORIAL

La economía ecuatoriana durante el primer semestre del 2009 se la puede describir en dos momentos distintos.

Un primer momento al inicio del año en que los principales indicadores macroeconómicos mostraban perspectivas desfavorables para la economía en un entorno de incertidumbre frente a la proximidad del proceso electoral. El precio internacional del barril de crudo Oriente, referencial para las exportaciones de petróleo ecuatoriano, venía con una fuerte tendencia decreciente desde el mes de noviembre 2008. Durante los primeros meses del 2009, el precio se mantuvo en torno a USD 35 por barril, el menor registrado desde el 2005.

Debido a la contracción de las exportaciones petroleras y el acelerado crecimiento de las importaciones, la Balanza Comercial ecuatoriana tuvo un déficit mensual durante el último trimestre del 2008. En el mes de ene-09 el Gobierno adoptó una política de restricciones arancelarias para limitar las importaciones.

En cuanto al consumo interno, la incertidumbre generada por las elecciones presidenciales desestimuló el consumo de hogares y mantuvo en expectativa a los agentes económicos. Mientras que en el 2008 el consumo de los hogares creció en 7% durante el 2009 se prevé un crecimiento del 1.79%.

En un segundo momento la economía experimentó un ligero cambio en las perspectivas. Una vez realizadas las elecciones presidenciales y con un Gobierno con un importante porcentaje de aceptación, el panorama político aparenta estabilizarse. A partir del mes de abril el precio del barril de petróleo cambia su tendencia y presenta un alza hasta llegar a cotizarse en USD 62.78 a junio 09. A julio-09, el valor unitario del precio del barril se ubica en USD56.38.

La probabilidad de una desdolarización de la economía se debilita en el segundo trimestre frente a la posibilidad del incremento del ingreso de divisas con un mayor precio internacional del crudo y por tanto mayores exportaciones. Las exportaciones en el período enero-julio se reducen en 40.50% del 2008 al 2009 según datos del BCE, ya que los precios del petróleo, todavía no compensan el nivel de producción. Las importaciones en el período enero-julio se redujeron en 16.80% del 2008 al 2009. La balanza comercial acumulada a julio-09, presenta un déficit de USD -701.98 millones.

El Gobierno mantiene la necesidad de incrementar el flujo de divisas que le permita tener una reserva suficiente para sostener la dolarización de la economía. Al mes de junio-09 la Reserva Monetaria de Libre Disponibilidad (RILD) se redujo en -37.38% frente al monto que existía en ene-09, a agosto se recupera por lo que la reducción acumulada desde enero a agosto-09 es de -8.19%.

En todo caso, la inestabilidad política y las estrategias económicas del gobierno han profundizado la vulnerabilidad del Ecuador frente a variaciones en el precio del petróleo y a la crisis mundial; la sostenibilidad de la dolarización por lo tanto depende de los mencionados factores externos y de las políticas de gasto del gobierno. Contribuirían a la estabilidad del sistema monetario actual nuevas alternativas de financiamiento para el estado ecuatoriano, las cuales se ven limitadas por el riesgo crediticio que éste representa y la baja liquidez externa.

Se esperaría que el Ecuador cierre la brecha fiscal de este año con una combinación de fondos de instituciones multilaterales, ventas de petróleo a Petrochina y con el sistema público de pensiones.

Mientras que el crecimiento del PIB en el 2008, fue de 6.52%, se esperaría que para el 2009 este varíe en menos del 1%.

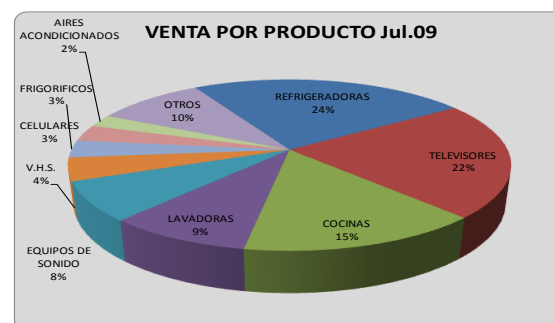
La inflación anual a agosto-09 es de 3.33% (anual a julio-09, 3.85%). La inflación acumulada a agosto-09 es de 2.48%, menor a la inflación acumulada a julio-09 de 2.79%.

El 2010 presentará retos importantes especialmente en torno a la escasez de fuentes externas de financiamiento y a una política de control del gasto.

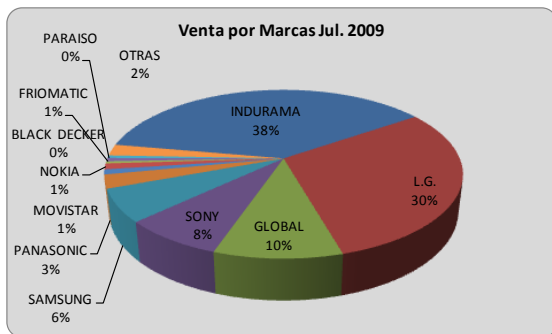
Se observa con preocupación la pérdida de autonomía del sistema financiero privado que debe sujetarse a decisiones políticas más que técnicas en función de las nuevas normas que regulan las tasas de interés, el cobro de servicios, el manejo de la liquidez y de los activos.

## POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Los últimos datos de penetración de mercado, otorgados por la empresa fueron tomados de la Revista Vistazo, Ranking de Empresas años 2004, 2005, 2006, 2007. De acuerdo a esta publicación, 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 USD175, siendo que los Frigoríficos tienen el mayor precio con un promedio de USD573. 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 alrededor del 70% de las ventas.



Marcimex prevé un afianzamiento de su posición en el mercado en los próximos años, fortaleciendo su canal minorista mediante mayor presencia de tiendas a nivel nacional. De esta manera en el 2008 se aumentaron 9 tiendas en este canal.

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 16% de las ventas en esta división. Por otro lado en el canal minorista, las 10 agencias con mayor venta representan el 46% de las ventas de este canal. Las ciudades en donde se concentran las mayores ventas son Portoviejo, Quevedo y Manta.

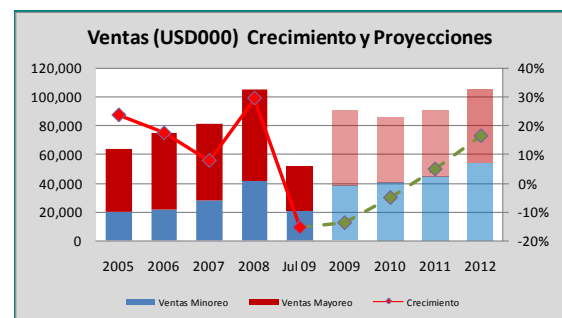
Un riesgo propio de MARCIMEX, es la elevada concentración de sus proveedores, ya que las tres marcas principales representan más del 75% del total. En cierta manera este riesgo es mitigado por la exclusividad de distribución mayorista de la marca Indurama (debido a que forman parte del mismo Grupo empresarial) y al importante posicionamiento en el mercado de las marcas internacionales comercializadas. 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 de julio 2009 alcanzaron USD51.958M, representando un decrecimiento anualizado del -16%. Sin embargo es importante mencionar que el último trimestre del año impulsa valiosamente el nivel de ventas debido al periodo navideño, por lo que consideramos que si se logrará cumplir las proyecciones de ventas a finales del 2009 (USD94.2766M). Se debe mencionar que la empresa redujo sus proyecciones de ventas para el 2009. A inicios de año, la empresa proyectó un decrecimiento en las ventas de -8% básicamente por una reducción en su

canal de mayoreo. En la actualidad, la empresa ha proyectado un decrecimiento del total de sus ventas de -11%, impulsado por una reducción de -2% de su canal minorista y de -17% de su canal mayorista. En la actualidad se percibe un mejor desempeño que el esperado en el canal mayorista, lo que apoya al flujo de caja tomando en cuenta que los créditos tienen plazos más cortos.

El crecimiento de la empresa ha sido volátil (2005: 24%; 2006: 18%; 2007: 8%; y 2008: 30%), 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. En el 2008, la empresa aumentó 9 agencias nuevas y mantuvo una campaña comercial agresiva. De acuerdo al siguiente gráfico podemos observar la tendencia de crecimiento y como el canal minorista ha venido consolidándose en los últimos años. Este canal en el 2006 representaba el 29% de las ventas totales mientras que para julio 09 alcanza el 37%. 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 el 2010 en promedio de -5% y una recuperación promedio para el 2011 y 2012 del 10%.

A pesar del rápido crecimiento en el 2008, el costo de ventas se ha reducido a 80% (Julio 2009: 79%) 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, cambio en la remuneración a los agentes de ventas (objetivo: margen vs ventas) y a que desde este año las importaciones que normalmente se las realizaba desde Corea se realizan desde Panamá para la mayoría de productos, lo cual ayudó a disminuir el costo de ventas y los días de inventarios. Además en el primer semestre la compañía se benefició de haber cerrado el 2008 con niveles de inventarios altos, lo que implica que no estuvieron afectados por los aranceles impuestos por el gobierno, lo que les permitió mejorar sus márgenes. Se estima 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. Los gastos administrativos se han reducido en relación a las ventas, así en el 2008 estos alcanzaban el 4.6% de las ventas mientras que para julio 2009 llegaron a 2.8% (en cierta forma subvalorados debido a la mayor carga de



costos en los últimos meses del año). Por otro lado, los gastos de comercialización han aumentado paulatinamente en relación a las ventas, siendo que en el 2006 estos representaban el 8% y a julio 2009 alcanzaban el 15%. Esto se debe a la apertura de nuevas tiendas y adecuaciones de las mismas y a que la empresa decidió contratar un seguro de desgravamen de su cartera del canal minorista, lo que ha provocado una disminución del resultado operativo sobre ventas hasta 3.4% comparado con el 5.9% en el 2008 (el más alto en los últimos 4 años). Estos costos podrían diluirse en los próximos años con el crecimiento proyectado.

El financiamiento otorgado por la empresa a sus clientes es parte fundamental del negocio, el cual ha generado ingresos por intereses (ingresos no operacionales) que en promedio han representado entre el 4% y 7% 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, sin embargo este representó el 5.2% en julio 2009, llegando a USD 2.691M. Esto se debe a que la empresa decidió vender su cartera vencida (mayor a 180 días) con altos niveles de descuento. Esto originó un incremento importante en la tasa promedio del crédito, alcanzando un costo financiero estimado de 37%.

El resultado antes de participación a empleados e impuesto a las utilidades en el 2008 alcanzó USD8.345M, el mayor resultado en los últimos 4 años (94% mayor al del 2007), sin embargo, a julio este resultado llegó a USD2.295M, representando solo el 28% comparado con el 2008. De acuerdo con proyecciones de la empresa, este resultado debería llegar hasta USD5.946M a finales del 2009 lo que sería posible si se alcanza los niveles de ventas proyectados, empujados por los meses de noviembre y diciembre que históricamente han sido muy fuertes. Por otra parte la utilidad neta en el 2008 alcanzó USD5.186M que representa el 4.9% con respecto a las ventas totales. Este indicador mantuvo un promedio de 3.4% en los últimos tres años y las proyecciones de gerencia esperan que se mantenga alrededor del 5.6% en el período 2010-2011, considerando una paulatina recuperación de las ventas y una reducción de los gastos de comercialización. En julio, este indicador es de 4.6%, de alguna manera sobrevaluado debido a la práctica local de registrar los gastos por impuestos y retención a empleados solo al cierre del ejercicio.

La calificadora estima que a pesar del decrecimiento en ventas proyectado en este año y en el 2010, los márgenes no se debilitarán 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 julio 2009, MARCIMEX cuenta con activos por USD 40.550M de los cuales cuentas por cobrar (70%) e inventarios (18%) representan alrededor del 88% del activo total. Vale la pena destacar que en los últimos trimestres, la cuenta *Gastos pagados por anticipado* ha aumentado sustancialmente llegando a representar el 6% del activo total mientras que en el período 2005-2008 el promedio fue de 1.89%. Esta cuenta esta formada principalmente por el anticipo del 15% de participación de empleados, por operación de venta de cartera con Fideicomiso y por garantías entregadas a los arrendatarios de los locales de agencias.

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 alquiladas (39 de 42 son alquiladas), además todas las bodegas utilizadas a nivel nacional también son alquiladas.

La generalidad de las cuentas por cobrar (USD28.442M) 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 y a la fecha 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 6 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 de cuentas por cobrar en los últimos 3 años ha sido de 140 días, sin embargo para julio 2009 este indicador se redujo hasta 115 días debido a la venta de cartera vencida. De acuerdo a las proyecciones de la empresa se esperaría que los días de cuentas por cobrar suban a promedios de 155 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 ubicó en 2.3% para el canal minorista y 1% para el canal mayorista. La empresa, consecuente con la actual crisis económica, ha proyectó 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. A julio la morosidad del canal mayorista se encuentra en 1% mientras que la del canal de usuarios es de 2.5%. Es importante conocer que la pérdida está definida por retrasos mayores a 180 días. Sin embargo en el periodo de análisis se anticipó una pérdida de cartera a través de la venta de cartera incobrable. Esta venta de cartera genera un efecto positivo en los niveles de morosidad a julio 09. En las políticas establecidas de cobranza, se estipula que si en el plazo indicado en la segunda notificación no se canceló la deuda se procede al retiro provisional de la mercadería.

Otra cuenta importante del activo, son los inventarios, de los cuales el 4% representa mercadería en tránsito. Vale la pena recalcar que al 2008 este indicador representaba el 27%. Esta reducción se debe al cambio en el origen de la mercadería ya que anteriormente se compraba desde Corea y ahora la mayoría se compra desde Panamá. La rotación de inventarios al 2008 fue de 6 veces, equivalente a 61 días, mientras que a julio es de 9 veces, equivalente a 38 días. Vale la pena mencionar que las principales marcas comercializadas se encuentran muy bien posicionadas dentro de su sector específico.

A julio 2009, la empresa mantiene un valor de USD 429M 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 julio, el activo está financiado en 50% por patrimonio y 50% por pasivo (2008: 34% y 66% respectivamente). Del total de pasivo (USD20.198M), el 37% representan obligaciones financieras de corto plazo, el 24% deuda con proveedores y el 12% corresponde a la emisión de obligaciones. Vale la pena destacar que la cuenta gastos acumulados por Pagar casi se triplicó de Dic. 08 a Jul.09 llegando hasta USD2.879M. Esta cuenta está conformada principalmente por intereses diferidos de usuarios (USD1.176M), beneficios sociales (USD665M), y depreciación de terrenos (USD418M).

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, con deuda a proveedores y recientemente con el mercado de valores. El índice de apalancamiento (pasivo total / patrimonio tangible) ha disminuido de un promedio de 1.96:1 en el periodo 2006-2008 hasta 1.09:1 en julio 2009. De acuerdo a las proyecciones, este indicador aumentaría hasta niveles de 1.62:1 al cierre del 2009 y luego se reduciría paulatinamente debido a los menores crecimientos proyectados en ventas.

El pasivo de MARCIMEX es esencialmente corriente, siendo que proveedores (USD 4.876M), obligaciones financieras de corto plazo (USD 7.464M), gastos acumulados por pagar (USD 2.879M) e impuestos y retenciones representan el 84% del pasivo. Al momento, la deuda de largo plazo es el equivalente de la colocación de la emisión de obligaciones en el mercado que a julio representa USD2.495M.

La empresa ha reducido los días de cuentas por pagar hasta 26 comparado con 72 días al cierre del 2008. Esta reducción está influenciada por el cambio de origen de los inventarios mencionado anteriormente y a mejores negociaciones con sus principales proveedores. Consecuentemente en julio, el ciclo de operación es negativo en 22 días comparado con el ciclo negativo de 50 días en el 2008.

Algunos proveedores del exterior exigen garantías bancarias a MARCIMEX para la entrega de productos. Estas garantías, a julio de 2009 han creado un contingente que asciende a USD1.500M. Además, a este valor de contingentes se debe sumar USD150M como garantía de arriendo del local ubicado en Guayaquil.

El patrimonio de MARCIMEX en julio asciende a USD 20.352M. El capital social representa el 66% del patrimonio y ha crecido sostenidamente en los últimos años. Así, en el 2006 llegaba a USD 9.900M, mientras que a julio 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. La Junta General de Accionistas decidió repartir USD1.900M en dividendos de las utilidades del 2008.

#### ■ 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 niveles ajustados de liquidez sin embargo en el último periodo mejoró gracias a una reducción de inventarios. De esta forma caja e inversiones corrientes representan el 10.5% de la deuda financiera a corto plazo. Este indicador es sustancialmente mejor que el alcanzado en el 2008 de 0.7% debido a una reducción en la deuda a corto plazo por medio de la colocación de la emisión de obligaciones. A julio, el flujo de fondos operativo (antes de variación de capital de trabajo) es negativo, influenciado por los altos gastos de financiamiento producidos por la venta de cartera vencida.

Históricamente el alto requerimiento de capital de trabajo generó flujos de caja operativos negativos (después de variación en capital de trabajo), sin que estos cubran la deuda financiera a corto plazo, teniendo que refinanciarla continuamente. Sin embargo a julio, debido a una



disminución sustancial en inventarios, este flujo se vuelve positivo y evita el tener que refinanciar la deuda por este mes. Además, tomando en cuenta que los ingresos financieros por intereses de crédito a clientes se contabilizan en *otros ingresos*, los índices de flujo de caja operativo se ven más ajustados, de esta manera el flujo de caja libre por primera vez alcanza a cubrir en 1.38 veces la deuda financiera de corto plazo. Estos indicadores podrían verse presionados a medida que exista mayor crecimiento en ventas, generando mayores requerimientos de capital de trabajo. Es importante mencionar que la empresa no ha realizado y no espera realizar inversiones significativas en activos fijos.

Consideramos que MARCIMEX sería considerada como un buen riesgo para el sistema financiero, el cual le permitiría refinanciarse en el futuro en caso de ser necesario. 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.

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 julio-09 los activos totales de la empresa suman USD 40.550M. De este valor, USD8.811M son activos pignorados, lo que arrojaría un valor de USD 31.739M 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 6.3 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 el siguiente resguardo:

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. En la actualidad este indicador registra 1.09:1.

#### ▪ **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.

En junio del 2009 se inició la colocación de la emisión calificada y a septiembre se ha colocado USD3.100M, en su mayoría al sector privado.

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	Jul-09
<b>RESULTADOS</b>					
Ventas	64,079	75,313	81,254	105,424	51,958
% crecimiento	23.9%	17.5%	7.9%	29.7%	-15.5%
<b>MARGEN BRUTO (%)</b>	15%	15%	17%	20%	21%
<b>EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>1,706</b>	<b>-21</b>	<b>291</b>	<b>5,546</b>	<b>1,958</b>
<b>MARGEN EBITDA (%)</b>	2.7%	0.0%	0.4%	5.3%	3.8%
<b>EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>1,706</b>	<b>-21</b>	<b>291</b>	<b>5,546</b>	<b>1,958</b>
<b>MARGEN EBITDAR (%)</b>	2.7%	0.0%	0.4%	5.3%	3.8%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	56	518	352	605	199
<b>EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>1,650</b>	<b>-538</b>	<b>-61</b>	<b>4,941</b>	<b>1,759</b>
Gasto Financiero del período	-1,101	-1,125	-1,398	-1,599	-2,691
Impuestos a la renta	-499	-576	-791	-1,907	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	13.1%	9.3%	9.4%	10.3%	36.8%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>2,473</b>	<b>2,860</b>	<b>2,133</b>	<b>5,186</b>	<b>2,295</b>
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	26.6%	21.6%	13.3%	28.3%	19.5%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9.5%	7.9%	4.7%	9.8%	8.0%
<b>FLUJO DE CAJA</b>					
<b>Resultado Neto</b> de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	2,529	3,377	2,485	5,791	2,495
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-5,888	-9,057	-2,460	-3,789	5,302
<b>Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>-3,359</b>	<b>-5,680</b>	<b>25</b>	<b>2,002</b>	<b>7,796</b>
Inversión en Activos Fijos	0	-217	-422	-277	91
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>-3,359</b>	<b>-5,897</b>	<b>-397</b>	<b>1,725</b>	<b>7,887</b>
Variación Neta de Deuda Financiera	3,621	3,713	2,041	-804	-5,181
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	479	-952	-1,900	-1,900
Otros Financiamientos, Neto	-30	1	-43	0	-122
<b>Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo</b>	<b>232</b>	<b>-1,703</b>	<b>649</b>	<b>-979</b>	<b>684</b>
<b>FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)</b>					
EBITDA OPERATIVO	1,706	-21	291	5,546	1,958
(-) Gasto Financiero del período	-1,101	-1,125	-1,398	-1,599	-2,691
(-) Impuesto a la renta del período	-499	-576	-791	-1,907	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>107</b>	<b>-1,721</b>	<b>-1,898</b>	<b>2,040</b>	<b>-733</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-5,888	-9,057	-2,460	-3,789	5,302
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>-5,782</b>	<b>-10,778</b>	<b>-4,358</b>	<b>-1,749</b>	<b>4,568</b>
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	2,466	5,146	4,365	3,799	3,333
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-43	-47	19	-48	-105
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	479	-952	-1,900	-1,900
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	0	-217	-422	-277	91
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-3,359</b>	<b>-5,418</b>	<b>-1,349</b>	<b>-175</b>	<b>5,987</b>
<b>FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)</b>	<b>0.17%</b>	<b>-2.28%</b>	<b>-2.34%</b>	<b>1.93%</b>	<b>-1.41%</b>
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
<b>EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍOD)</b>	<b>1,706</b>	<b>-21</b>	<b>291</b>	<b>5,546</b>	<b>1,958</b>
<b>BALANCE</b>					
Caja e Inversiones Corrientes	1,991	625	1,252	103	787
<b>Activos Totales</b>	<b>30,032</b>	<b>41,915</b>	<b>48,218</b>	<b>58,031</b>	<b>40,550</b>
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	10,189	13,903	15,944	15,140	7,464
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	0	2,495
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	10,189	13,903	15,944	15,140	9,959
<b>Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)</b>	<b>10,998</b>	<b>15,489</b>	<b>16,670</b>	<b>19,956</b>	<b>20,352</b>
<b>Capitalización ****</b>	<b>21,187</b>	<b>29,391</b>	<b>32,614</b>	<b>35,096</b>	<b>30,311</b>
<b>Pasivos contingente</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>950</b>	<b>1,650</b>
<b>ACTIVO PIGNORADO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>17,480</b>	<b>8,811</b>
Derechos Fiduciarios	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	30,032	41,915	48,218	40,551	31,739
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	5,000	5,000
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)				8.1	6.3
Límite Legal para Emitir Obligaciones	24,026	33,532	38,574	32,441	25,391

(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	Jul-09
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.55	-0.02	0.21	3.47	0.73
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1.55	-0.21	-0.09	3.29	0.76
<b>EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)</b>	1.55	-0.02	0.21	3.47	0.73
<b>Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual</b>	5.97	-670.15	54.88	2.73	2.97
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	4.81	-640.01	50.57	2.71	2.73
<b>Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)</b>	95.66	-8.08	-8.40	7.42	-7.92
<b>(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)</b>	-33%	-39%	-8%	-1%	103%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	48%	47%	49%	43%	33%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	25%	26%	20%	27%	24%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	54%	53%	51%	40%	49%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1.73	1.71	1.89	1.91	0.99
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	1.79	1.78	1.99	2.10	1.09
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	1.73	1.71	1.89	1.91	0.99
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	1.79	1.78	1.99	2.10	1.09
<b>LIQUIDEZ</b>					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	74.9%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	19.5%	4.5%	7.9%	0.7%	10.5%
<b>FFO / intereses del período (FFO/interest cover)</b>	109.7%	-53.0%	-35.8%	227.5%	72.8%
<b>CFO / intereses del período (CFO/interest cover)</b>	-425.1%	-858.4%	-211.8%	-9.4%	269.7%
<b>FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)</b>	109.7%	-53.0%	-35.8%	227.5%	72.8%
<b>CFO / cargos fijos</b>	-525.1%	-958.4%	-311.8%	-109.4%	169.7%
<b>FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	0.01	-0.12	-0.12	0.13	-0.17
<b>CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	-0.57	-0.78	-0.27	-0.12	1.05
<b>FFO / Porción Corriente LP (x) Anual</b>	-	-	-	-	-
<b>CFO / Porción Corriente LP (x) Anual</b>	-	-	-	-	-
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.17	-0.00	0.02	0.37	0.45
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x) Anual	0.19	-0.00	0.02	0.41	1.18
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	1.55	-0.02	0.21	3.47	0.66
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.33	-0.39	-0.08	-0.01	1.38
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	-	-	-	-
<b>OTROS INDICES</b>					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	11,303	15,301	16,093	19,018	22,207
Liquidez Acida (x)	1.14	1.05	1.12	1.13	1.87
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1.12	1.02	1.09	1.07	1.73
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.57	1.56	1.50	1.48	1.94
Patrimonio / Activo Total (x)	0.37	0.37	0.35	0.34	0.50
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	3	3	2	3	3
Días de cuentas por cobrar	109	128	150	142	122
Rotación de inventarios (x)	6	5	5	6	9
Días de inventarios	58	79	66	61	38
Rotación de cuentas por pagar (x)	9	6	5	5	14
Días de cuentas por pagar	41	56	67	72	26
Rotación Capital de Trabajo	5	4	4	4	3
Días de Capital de Trabajo	75	86	85	81	114
Días de Ciclo de Operación	-51	-65	-64	-50	-20

(x) Índice expresado en número de veces