

Ecuador
Emisión Obligaciones

MARCIMEX S.A.

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Última Revisión
Emisión de Obligaciones	AA-	AA-	Sep.09

Emisión de Obligaciones	
Monto emitido:	USD 5'000.000
Tramo A1	USD 3'000.000
Tramo A2	USD 2'000.000
Monto colocado:	USD 5'000.000
Monto en circulación:	USD 4'500.000
Plazo:	1.080 días (3 años)
Fecha de aprobación:	30 de abril 2009
Cupón de Interés:	Tasa Pasiva Referencial publicada por el Banco Central del Ecuador (TPR BCE) + 2 puntos porcentuales, reajustables cada 90 días
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

Sebastián Baus
(593 2) 222 2323
sebastian.baus@bankwatchratings.com

Lorena Oliva
(593 2) 254 83 93
l.oliva@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. Sin embargo, este riesgo 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.

La decisión del Comité tiene los siguientes fundamentos:

MARCIMEX es una empresa de larga trayectoria, con experiencia y conocimiento de su mercado. Tiene una estructura administrativa bien constituida y fortalecida por la experiencia de su plana gerencial.

La empresa tiene capacidad para generar resultados y en el año 2009 inclusive creció con respecto al año 2008, el cual fue el mejor año histórico. Sin embargo, en la generación de dichos resultados existe un importante componente de otros ingresos, en especial en el año 2009, que si bien pueden ser recurrentes dependen de factores que la empresa no necesariamente tiene control.

Los continuos incrementos de capital y el crecimiento patrimonial da cuenta del compromiso de los accionistas por mantener un adecuado nivel de solvencia, controlando los indicadores de endeudamiento, y cumpliendo con los resguardos establecidos en la escritura del contrato de emisión de obligaciones y el prospecto de oferta pública.

La calificación reconoce que la empresa ha sabido mantener la calidad de los activos, especialmente la cartera que tiene bajos niveles de morosidad e inventarios que son realizables en el corto plazo. De manera que se considera que la garantía general tiene una adecuada calidad para respaldar la emisión, y un mayor nivel de cobertura en comparación a revisiones

FECHA COMITE: Marzo/30/ 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Enero, 2010

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.



anteriores, debido al crecimiento de los activos y a que la emisión ha disminuido conforme se han realizado los pagos de capital.

Por otra parte, la empresa tiene altos requerimientos de capital de trabajo y un ciclo de negocio negativo que hace que los indicadores de liquidez sean ajustados en especial en los momentos en que estacionalmente las ventas son mayores. Sin embargo, se reconoce la capacidad de la empresa de refinanciar su deuda en el sistema financiero y mantener las líneas de financiamiento que tiene abiertas en varias instituciones financieras.

■ 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

- Concentración de ventas en un número reducido de marcas.
- Estrechos indicadores de liquidez por un alto requerimiento de capital de trabajo y ciclo de negocio negativo.
- Dependencia de las políticas comerciales que definen sus principales proveedores.

AMENAZAS

- Inestabilidad económica y política.
- Potencial reducción de entrada de remesas provenientes de los migrantes.
- Posibles medidas de control por parte del Gobierno a tasas de financiamiento de casas comerciales.

- Potencial incremento de índices de desempleo y disminución de capacidad adquisitiva de clientes.

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

Mediante Resolución 466 del COMEXI, en el Registro Oficial No. 512 del 22 de Enero del 2009, el Gobierno resolvió 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.

Mediante Resolución No. 533 del COMEXI del 23 de Diciembre del 2009, el Gobierno resolvió reducir en 10% todos recargos arancelarios establecidos mediante Resoluciones 466, 468, 487 y 524, a partir de Enero 2010. Los productos importados por MARCIMEX entraban dentro del Anexo I de la Resolución 466, que estaban afectados con aranceles en un rango de 2% - 25%.

Actualmente, ha comenzado un proceso de levantamiento de las barreras arancelarias que se estima podría finalizar en el mes de julio 2010.

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 diciembre 2009 y enero 2010.

■ 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.

Durante el año 2009 las ventas de MARCIMEX se distribuyeron en 42,2% en el canal minorista y 57,8% en el canal mayorista. Si bien la Compañía ha procurado incrementar la participación de las ventas al detalle, aun la mayor parte de las ventas se las realiza por el canal



mayorista el cual se distribuye a alrededor de 1.000 clientes. El canal minorista 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. En el 2009, las marcas Indurama y LG representaron en conjunto el 66% del total de las ventas.

MARCIMEX S.A. tiene una larga experiencia en la colocación de crédito para la adquisición de artículos de línea blanca. En la actualidad, el negocio de financiamiento genera otros ingresos que representaron alrededor del 27% de la utilidad antes de participación e impuestos en el 2009.

■ 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 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

De acuerdo a la información publicada en el Prospecto de Oferta Pública de la emisión de obligaciones, la estructura accionarial de MARCIMEX S.A. 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.

Según información del emisor, durante el 2009 hubo dos cambios importantes en la estructura accionarial. Uno de los accionistas la empresa Golden Creek Inc. cedió el total de sus acciones (100.000) a la empresa Girasol Group LTD., actualmente domiciliada en el Estado de Nevada, Estados Unidos.

De esta forma, a enero 2010, MARCIMEX cuenta con 7 accionistas, una persona jurídica domiciliada en el exterior la cual posee el 80% de las acciones, cuya inversión es considerada como inversión extranjera directa de acuerdo a los estatutos, y cuatro empresas de nacionalidad ecuatoriana que pertenecen a miembros de

la familia Jaramillo. Los dos accionistas restantes son personas naturales con menos del 10% de participación.

ACCIONISTA	Nacionalidad	CAPITAL	Particip
Girasol Group	IVB	10,800,000	80.0%
Alianzcorp Cia. Ltda.	ECU	486,000	3.6%
Consignacorp Cia. Ltda.	ECU	486,000	3.6%
Vendimiocorp Cia. Ltda.	ECU	486,000	3.6%
Centeniocorp Cia. Ltda.	ECU	486,000	3.6%
Susana Crespo de Jaramillo	ECU	378,000	2.8%
Marcelo Jaramillo Malo	ECU	378,000	2.8%
TOTAL		13,500,000	100%

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

El órgano supremo de la Compañía es la Junta General formada por los accionistas, y es la encargada de nombrar a la plana administrativa.

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 Pesantez	Gerente Mercadeo

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

A enero 2010, la empresa cuenta con 585 personas de contratación directa y 7 por tercerización de seguridad distribuidos de la siguiente manera:

	Directos	Servicios Profesionales	TOTAL
Administración	101		101
Crédito y Cartera	106		106
Mayoreo	66		66
Minoreo	312		312
Seguridad		7	7
Total	585	7	592

El 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 el año 2009 se cambió la modalidad de definir los objetivos, que anteriormente se basaba en volumen de ventas y ahora se fundamenta en márgenes alcanzados. MARCIMEX S.A. no tiene un Comité de Empresa y nunca ha experimentado problemas laborales importantes.

El área comercial está dividida en ventas al mayoreo y ventas al detalle debido a las necesidades específicas de cada negocio. Cada división cuenta con gerentes departamentales y con políticas de crédito específicas. Las políticas de crédito del canal minorista se establecen



mediante un Comité de Crédito que se reúne periódicamente. Una de las políticas establecidas es 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 18 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 al inicio de año se aumentó 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.

■ ANALISIS ECONOMICO Y RIESGO SECTORIAL

El año 2009 fue un período de cambios desde el punto de vista macroeconómico para el Ecuador. Las expectativas iniciales giraban alrededor de perspectivas poco favorables en un entorno en el que los índices inflacionarios estaban al alza y el precio del petróleo bordeaba apenas los USD 30 por barril WTI.

La Balanza Comercial comenzó a mostrar déficit desde septiembre del año 2008, luego de varios meses de superávit, provocado principalmente por la baja en el precio internacional del petróleo. De esta forma el Gobierno decidió establecer una política de resguardos arancelarios para frenar el acelerado crecimiento de las importaciones y controlar el déficit comercial.

Además, el sistema financiero presentaba menores tasas de incremento en los depósitos lo que denotaba una momentánea situación de menor liquidez.

Es así como el año 2009 se estimaba como un período complejo en el que, en general, las empresas del sector real y financiero debían prepararse para un entorno menos favorable para su crecimiento.

Sin embargo, al concluir el período 2009 se observa que los principales indicadores macro de la economía mostraron un cambio de tendencia en el segundo semestre del año.

Es importante mencionar que la economía ecuatoriana es dependiente y sensible al comportamiento del precio del petróleo. El precio promedio del barril de crudo Oriente (referencial para el crudo ecuatoriano) en el primer semestre 2009 fue USD 46,7, mientras que el segundo semestre el precio promedio fue USD 67.43.

Si bien, aun con el incremento de precios, la Balanza Comercial presentó déficit mensual en los últimos meses del 2009, éste ha ido disminuyendo. Así el Gobierno optó por disminuir las salvaguardas establecidas a inicio del año 2009. El déficit comercial del año 2009 ascendió a USD -332 MM.

Por otra parte, el Ecuador comenzó el año 2009 con un índice de inflación anual de 8.36%, en enero 2010 este índice fue 4.44%. Si bien los índices de inflación del país aún se mantienen por encima de los indicadores de sus principales socios comerciales, su ritmo de incremento bajó considerablemente frente a lo observado en el 2008 y principios del 2009.

De acuerdo a las últimas cifras sobre previsiones económicas publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), el PIB del 2009 tuvo un crecimiento anual de 1%, cuando el ritmo promedio de crecimiento de los últimos 5 años fue 4,7%. Se observa una desaceleración en el crecimiento de todos los componentes del PIB, en especial el Consumo de Hogares que crecía a ritmos mayores al 5%, en este último año aumentó apenas 1.79%. Aun no se han publicado cifras estimadas de crecimiento para el año 2010.

La desaceleración del consumo se explica en un entorno de menor confianza en la economía y un incremento de las tasas de desempleo. También es consecuencia de un menor volumen de colocación de crédito en la economía. Según Panorama Financiero del BCE, el crédito al sector privado tuvo un crecimiento promedio anual en el 2009 de 9.6%, mientras que en el 2008 el ritmo promedio de incremento fue 19.9%. A enero-2010 el aumento anual de la colocación de nuevo crédito es apenas 0.9%.

Si bien el Gobierno ha procurado impulsar la colocación del crédito como mecanismo para dinamizar la economía mediante el incremento del consumo, y mantiene un régimen de control de tasas al Sistema Financiero, tanto el crédito como el consumo no crecen al ritmo de otros períodos.

Los indicadores económicos muestran una tendencia de mayor estabilidad al iniciar el año 2010, lo que se estima podría mantenerse en el corto plazo. Pese a que la economía ecuatoriana es vulnerable a cambios externos en los que no tiene ninguna influencia ni control.

El Gobierno ha anunciado su intención de invertir en varias obras de gran magnitud en el sector hidroeléctrico, petrolero y vial, canalizando gran cantidad de recursos y generando fuentes de empleo en el año 2010, lo cual de concretarse podría ser un factor de dinamismo para la economía en general.

El sector comercial al por mayor y menor fue uno de los más afectados y de los sectores que menor crecimiento registró en el 2009, principalmente por el control ejercido sobre las importaciones. Su crecimiento anual fue de 1.4% de acuerdo a la información del BCE. Sin embargo, es un sector con alta capacidad de recuperación pues su giro de negocio es de corto plazo y no requieren de mayores niveles de inversión en activos de largo



plazo. Se estima que, con un entorno de mayor estabilidad durante el 2010, el sector pueda recuperar el ritmo de crecimiento al menos a los niveles mostrados hasta el año 2007.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

MARCIMEX es una empresa que se desenvuelve en un sector altamente competitivo dirigido a un segmento económico medio-bajo, el cual por sus características, es sensible a los cambios en su entorno macro.

Una importante ventaja comparativa de la empresa es que la mayor participación en sus ventas la tiene una marca producida localmente. El 37% de las ventas de MARCIMEX del 2009 fueron de la marca Indurama la cual está posicionada en el mercado nacional, y al ser producida en el país se ha beneficiado de las políticas de salvaguardas a los productos importados.

La siguiente marca en importancia de participación es LG (29%) y la marca Global (9%) que también es una marca propia de MARCIMEX de artículos de línea café.



El mercado local de comercialización de artículos de línea blanca y café es bastante diversificado, ninguna empresa concentra más del 9% de participación. Los principales competidores de MARCIMEX son: Almacenes Comandato, La Ganga y Créditos Económicos, con participaciones de mercado entre 6 y 9%, de acuerdo a información del emisor.

MARCIMEX se maneja en dos segmentos principales: la venta al detalle para lo cual tiene sus propias oficinas o puntos de venta, y el segmento mayorista al que comercializa algunos productos para las cadenas de almacenes antes mencionadas. El segmento mayorista es aproximadamente el 30% de todo el mercado.

Entre las principales estrategias de la empresa está el afianzar la posición que tienen en el mercado al detalle y continuar creciendo y fortaleciendo este canal a nivel nacional.

En cuanto a ventas por tipo de producto no se observa ninguna variación significativa en la estructura durante el último año.



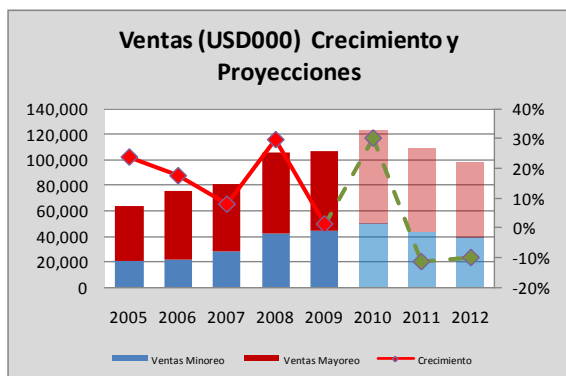
En el 2009 se mantiene la misma estructura de clientes que es altamente diversificada en los dos canales de distribución, con participaciones individuales menores al 2% en el canal mayorista y 6% en el minorista. Las ciudades en donde se concentran las mayores ventas son Portoviejo, Quevedo y Manta.

Un riesgo propio de MARCIMEX, es la elevada concentración de sus proveedores, ya que las tres marcas principales representan más del 70% 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.

Sin embargo, una de las estrategias planteadas por el emisor es incursionar en nuevos nichos de negocio aprovechando el canal de distribución ya instalado.

■ GESTION OPERATIVA

Las ventas al mes de diciembre 2009 cerraron en un valor de USD 106.716 M, lo que significó un crecimiento de 1,2% con respecto al año 2008. La empresa estimaba que las ventas decrecerían al menos en un -10%, es así que el resultado final de volumen de ventas supera altamente la expectativa inicial. El último trimestre, que es estacionalmente de mayor volumen de ventas, permitió una importante recuperación de las ventas globales del año.



De acuerdo al gráfico anterior, es importante mencionar que la empresa proyecta un decrecimiento en las ventas para el 2011 y 2012 entre -10 y -11%, pero con un incremento paulatino de los resultados netos. La empresa estima que los efectos de la crisis económica se producirán en mayor medida en estos períodos.

El margen bruto a dic-09 fue 20,8%, ligeramente mayor al de dic-08 pero superior al margen histórico. La compañía ha logrado mejorar su margen por varios factores. Ha podido obtener descuentos por incrementos en los volúmenes de ventas en especial de productos de línea blanca. Además realizó un cambio en su política de remuneraciones para los agentes de ventas (objetivo: margen vs ventas). En cuanto a productos del exterior, las importaciones que normalmente se las realizaban desde Corea, a partir del 2009 provienen desde Panamá lo que contribuyó a disminuir costos y días de inventarios para esos productos.

Se estima que el margen bruto en el futuro estará en niveles similares a lo histórico debido a que se mantendrán las políticas comerciales con los principales proveedores y la estrategia de crecimiento en el canal minorista, el cual maneja mayores márgenes.

El peso del gasto operativo sobre ventas se ha incrementado en los últimos períodos, especialmente por el aumento en el gasto de comercialización. 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 3.8% (dic-09) comparado con el 5.9% en el 2008 (el más alto en los últimos 4 años). Estos costos logran diluirse por el incremento de otros ingresos.

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 otros ingresos también se contabilizan ingresos por valores compartidos por publicidad y promociones que las marcas devuelven a la empresa. Durante el 2009 se observa un importante incremento en este rubro y como consecuencia una notable mejora del resultado neto del año. Se debe mencionar que hay un peso importante por descuentos recibidos por

proveedores debido a los volúmenes de ventas, y que son contabilizados como otros ingresos.

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, éste representó el 5,2% en julio 2009 y 2,6% en dic-09, llegando a USD 2.767M en el año. El incremento al mes de julio se debió en su mayor parte, a que durante el 2009 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 17,7% a diciembre 2009.

El resultado antes de participación a empleados e impuesto a las utilidades al finalizar el 2009 alcanzó USD8.546 M, el mayor resultado en los últimos 5 años y significó un crecimiento de 2,4% con respecto al 2008.

En el 2009 el resultado neto fue USD 5.292 M, y representó el 5% de las ventas inclusive fue ligeramente mayor al resultado del 2008, siendo éste el mejor año histórico presentado. Pese a que las perspectivas iniciales consideraban que el año 2009 mostraría una desaceleración el crecimiento neto de ventas y resultados, al finalizar el período se puede observar que hubo un desempeño mejor y por encima de las estimaciones.

La calificadora reconoce la capacidad de la empresa para generar resultados operativos y netos incluso en períodos de mayor estrés económico. Sin embargo, se observa que existe volatilidad en los márgenes sobre todo por la influencia de las políticas de descuento que otorga el principal proveedor y que han sido variables en los últimos períodos.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Los activos de la empresa ascendieron a USD63.480M a dic-09 y tuvieron un crecimiento anual de 9.39%. La estructura del activo en su mayor parte (98%) es activo corriente o de corto plazo, lo que es consistente con la naturaleza de la empresa comercial.

El activo se compone principalmente de: Cuentas por cobrar (72%), Inventarios (17%) y Gastos anticipados (6%). El rubro de gastos anticipados ha incrementado su peso en el activo, especialmente a partir de la operación de venta de cartera pues allí se registran valores pagados por concepto de administración fiduciaria.

Es importante mencionar que el peso de los activos fijos (propiedades) en el balance no es representativo, 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 empresa mantiene una cartera saludable, en general las cuentas por cobrar provienen de relaciones comerciales. En el 2006 y 2007, el 7.5% de las cuentas por cobrar correspondían a empresas relacionadas en promedio. Sin embargo, se debe mencionar que durante



el 2008 y a la fecha no existen cuentas por cobrar a relacionadas. La morosidad de la cartera comercial es baja debido a los varios controles apoyados en la estadística generada para recuperación de cartera. La venta de cartera vencida realizada el año anterior favoreció a la calidad de la cartera y permitió disminuir los indicadores de morosidad.

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 el segmento minorista, la mayor parte de cuentas por cobrar están atomizadas, con un monto promedio de crédito 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. 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.

La segunda cuenta importante del Activo son los Inventarios, constituidos por artículos de línea blanca y café de marcas posicionadas en el mercado y que se consideran de rápida realización. La rotación promedio de días de inventario en dic-09 fue 46 días. Los inventarios han rotado en promedio más rápidamente en el 2009 en comparación al año anterior. Sin embargo, se debe considerar que la empresa cerró el año 2008 con mayores inventarios como medida preventiva frente a la política arancelaria del Gobierno.

En general, la empresa tiene un ciclo de negocio negativo. A dic-09 tienen que financiar en promedio 41 días.

ENDEUDAMIENTO

Actualmente la empresa financia el activo con un 63% de pasivos de corto y largo plazo, y 37% de patrimonio. Esta relación ha mejorado con respecto al año 2008, y la empresa presenta una situación de mayor fortaleza patrimonial.

El pasivo de MARCIMEX es esencialmente corriente, el 89% del pasivo total corresponde a deuda de corto plazo. Siendo una empresa comercial es consistente que su mayor financiamiento sea con Proveedores (USD 11.100M). Durante el último trimestre 2009 hubo una disminución en el monto de cuentas por pagar a proveedores, lo cual se ve reflejado en menores días de rotación de esta cuenta. Esto responde principalmente a que la empresa realizó un pago anticipado a proveedores del exterior en dic-09 para poder beneficiarse de un descuento por pronto pago, sin que esto signifique un cambio en las políticas comerciales con estos proveedores. De acuerdo a las proyecciones, a futuro se mantendrá un financiamiento promedio de 61 días con proveedores, similar a lo histórico.

Por la naturaleza del negocio, la empresa requiere de altos niveles de capital de trabajo por lo que ha debido apalancarse con deuda financiera y con la emisión de mercado de valores. Las obligaciones financieras son con cinco instituciones bancarias las cuales mantienen amplias líneas de crédito abiertas con la empresa.

La emisión de obligaciones colocada en su totalidad, ha permitido a la empresa obtener financiamiento de largo plazo con un costo financiero conveniente, y como una fuente alternativa de financiamiento.

El índice de apalancamiento (pasivo total / patrimonio tangible) ha disminuido de un 2.11:1 en dic-2008 hasta 1.58:1 en enero 2010. De esta forma la empresa se encuentra cumpliendo con los resguardos establecidos.

El fortalecimiento del patrimonio debido a mayores resultados generados y al incremento de las reservas ha apoyado a la empresa a tener menores indicadores de endeudamiento y mejorar su solvencia. De continuar obteniendo resultados similares y mantener la política conservadora de reparto de dividendos la empresa podría seguir creciendo con un respaldo patrimonial importante.

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 2009.

MARCIMEX mantiene cuentas contingentes por USD 1.650M debido a que algunos proveedores del exterior exigen garantías bancarias para la entrega de productos. Además, por una garantía de arriendo del local ubicado en Guayaquil.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

Los indicadores de liquidez de la empresa a dic-09 son negativos. El EBITDA operativo no alcanza a cubrir el gasto financiero ni el gasto de impuestos, dando como resultado que tanto el flujo de fondos operativo como el flujo de caja operativo, luego de las variaciones de capital de trabajo, sea negativo.

Es necesario considerar que, debido a la naturaleza del negocio, existe una marcada estacionalidad en el nivel de ventas de la empresa especialmente en el mes de diciembre cuando los requerimientos de liquidez son mayores.

Por lo antes mencionado, la empresa muestra indicadores ajustados de liquidez en diciembre 2009, que al ser negativos reflejan la necesidad de refinanciar toda la deuda financiera de corto plazo que no es cubierta por el flujo. Sin embargo, hay que considerar que MARCIMEX tiene un importante ingreso por conceptos no operativos que le permiten tener una mayor liquidez y cubrir sus necesidades.

Si bien la empresa tiene la capacidad para generar flujos y resultados, ésta se apoya en gran medida en los otros ingresos generados por intereses por el financiamiento a clientes, descuentos de proveedores, devoluciones. En el



caso de los ingresos generados por el financiamiento a clientes es un ingreso real, recurrente y que puede ser medido en el tiempo, siempre y cuando se mantenga la calidad histórica de la cartera, a dic-09 es el 34% del total de Otros Ingresos generados. En cuanto a los otros rubros, se observa mayor volatilidad y no se ha podido establecer su real continuidad (66% del monto de Otros Ingresos).

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”.

ACTIVOS	Activos Enero 2010	Activos Gravados	Activos Garantía General	Emisiones en circulación
Activo Corriente	57,176		35,635	
Fondos Disponibles	518		518	
Cuentas por cobrar	42,267	9,150	33,117	
Inventarios	14,391	12,391	2,000	
Otros Activos	1,601			
Activo no corriente				
Activo Fijo				
Jubilación Patronal				
Terrenos y Edificios	1,037		1,037	
Emisiones en circulación				
Corto plazo				1,666
Largo plazo				2,834
ACTIVO TOTAL	59,815	21,541	36,673	4,500

Garantía / Emisión	8.1 veces
--------------------	-----------

A enero-10 los activos totales de la empresa ascienden a USD 59.815M. De este valor, USD21.541M son activos pignorados y USD 1.601M corresponde a gastos anticipados y otras cuentas por cobrar, de esta forma el activo libre que sirve de garantía general a la emisión de obligaciones asciende a USD 36.673M. La emisión de obligaciones en circulación en el mercado de valores es USD 4.500M, con lo cual existiría una cobertura de 8.1 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:

- 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. Tanto a dic-09 como al mes de ene-10 la empresa cumple con el resguardo establecido (dic-09 2.0:1; ene-10 1.58:1)

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 y terminó de colocarse en el mes de noviembre 2009, 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.

	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	ene-10
RESULTADOS						
Ventas	64,079	75,313	81,254	105,424	106,716	6,919
% crecimiento	23.9%	17.5%	7.9%	29.7%	1.2%	-22.2%
MARGEN BRUTO (%)	15%	15%	17%	20%	21%	22%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,095	-21	291	5,546	3,276	430
MARGEN EBITDA (%)	3.3%	0.0%	0.4%	5.3%	3.1%	6.2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,095	-21	291	5,546	3,276	430
MARGEN EBITDAR (%)	3.3%	0.0%	0.4%	5.3%	3.1%	6.2%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos o	445	518	352	605	466	-37
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,650	-538	-61	4,941	2,810	466
Gasto Financiero del período	-1,101	-1,125	-1,398	-1,599	-2,767	-84
Impuestos a la renta	-499	-576	-791	-1,907	-1,972	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	13.1%	9.3%	9.4%	10.3%	17.7%	6.4%
UTILIDAD NETA	2,473	2,860	2,133	5,186	5,292	801
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	26.6%	21.6%	13.3%	28.3%	24.4%	40.5%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9.5%	7.9%	4.7%	9.8%	8.7%	15.6%
FLUJO DE CAJA						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	2,918	3,377	2,485	5,791	5,758	764
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-5,624	-9,321	-2,460	-3,579	-3,143	-1,293
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-2,706	-5,944	25	2,212	2,615	-529
Inversión en Activos Fijos	-111	-781	-445	-657	322	0
Otras Inversiones, Neto	0	7	0	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no ope	-2,817	-6,718	-420	1,555	2,937	-529
Variación Neta de Deuda Financiera	3,621	3,713	2,041	-804	1,053	-1,012
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	934	1,631	-952	-1,900	-1,900	0
Otros Financiamientos, Neto	-30	1	-43	0	23	-159
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	1,708	-1,373	626	-1,149	2,113	-1,700
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)						
EBITDA OPERATIVO	2,095	-21	291	5,546	3,276	430
(-) Gasto Financiero del período	-1,101	-1,125	-1,398	-1,599	-2,767	-84
(-) Impuesto a la renta del período	-499	-576	-791	-1,907	-1,972	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	495	-1,721	-1,898	2,040	-1,464	346
(-) Variación Capital de Trabajo	-5,624	-9,321	-2,460	-3,579	-3,143	-1,293
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-5,129	-11,042	-4,358	-1,539	-4,607	-947
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	2,466	5,146	4,365	3,799	7,340	418
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-43	-47	19	-48	-119	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	934	1,631	-952	-1,900	-1,900	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-111	-781	-445	-657	322	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1,883	-5,094	-1,372	-345	1,037	-529
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	0.77%	-2.28%	-2.34%	1.93%	-1.37%	5.00%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	2,095	-21	291	5,546	3,276	430
BALANCE						
Caja e Inversiones Corrientes	1,991	625	1,252	103	2,217	518
Activos Totales	30,032	41,915	48,217	58,031	63,480	59,815
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	10,189	13,903	15,944	15,140	13,359	11,504
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	0	2,834	3,677
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	10,189	13,903	15,944	15,140	16,193	15,182
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	10,998	15,489	16,670	19,956	23,349	24,149
Capitalización ****	21,187	29,391	32,614	35,096	39,542	39,331
Pasivos contingente	0	0	0	950	1,650	1,650
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	17,480	21,541	21,541
Derechos Fiduciarios	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	30,032	41,915	48,217	40,551	41,939	38,274
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	5,000	4,500	4,500
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)				8.1	9.3	8.5
Límite Legal para Emitir Obligaciones	24,025	33,532	38,574	32,441	33,551	30,619

(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.

	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	ene-10
INDICADORES FINANCIEROS						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.90	-0.02	0.21	3.47	1.18	5.14
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1.80	-0.71	-0.11	3.06	1.30	5.14
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	1.90	-0.02	0.21	3.47	1.18	5.14
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	4.86	-670.15	54.88	2.73	4.94	2.94
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	3.91	-640.01	50.57	2.71	4.27	2.84
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	20.59	-8.08	-8.40	7.42	-11.06	3.66
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-18%	-37%	-9%	-2%	6%	-42%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	48%	47%	49%	43%	41%	39%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	25%	26%	20%	27%	27%	19%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	54%	53%	51%	40%	40%	43%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1.73	1.71	1.89	1.91	1.72	1.48
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	1.79	1.78	1.99	2.10	2.00	1.56
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	1.73	1.71	1.89	1.91	1.72	1.48
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	1.79	1.78	1.99	2.10	2.00	1.56
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100%	100%	100%	100%	82.5%	75.8%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	19.5%	4.5%	7.9%	0.7%	16.6%	4.5%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	145.0%	-53.0%	-35.8%	227.5%	47.1%	513.9%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	-365.8%	-881.9%	-211.8%	3.8%	-66.5%	-1032.3%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	145.0%	-53.0%	-35.8%	227.5%	47.1%	513.9%
CFO / cargos fijos	-465.8%	-981.9%	-311.8%	-96.2%	-166.5%	-1132.3%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.05	-0.12	-0.12	0.13	-0.11	0.36
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.50	-0.79	-0.27	-0.10	-0.34	-0.99
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual					-0.88	2.49
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual					-2.77	-6.82
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.21	-0.00	0.02	0.37	0.25	0.45
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período)	0.23	-0.00	0.02	0.41	0.31	0.49
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	1.90	-0.02	0.21	3.47	0.74	1.93
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.18	-0.37	-0.09	-0.02	0.08	-0.55
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual					0.62	-3.81
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	11,303	15,301	16,093	19,018	26,621	27,524
Liquidez Acida (x)	1.14	1.05	1.12	1.13	1.44	1.42
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1.12	1.02	1.09	1.07	1.34	1.37
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.57	1.56	1.50	1.48	1.56	1.65
Patrimonio / Activo Total (x)	0.37	0.37	0.35	0.34	0.37	0.40
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	3	3	2	3	2	2
Días de cuentas por cobrar	109	128	150	142	160	190
Rotación de inventarios (x)	6	5	5	6	8	5
Días de inventarios	58	79	66	61	46	80
Rotación de cuentas por pagar (x)	9	6	5	5	7	6
Días de cuentas por pagar	41	56	67	72	51	55
Rotación Capital de Trabajo	5	4	4	4	3	2
Días de Capital de Trabajo	75	86	85	81	113	153
Días de Ciclo de Operación	-51	-65	-64	-50	-41	-62

(x) Índice expresado en número de veces