

Ecuador
 Emisión Obligaciones

MARCIMEX S.A.

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Última Revisión
Emisión de Obligaciones	AA-	AA-	Mar-10

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	MARCIMEX S.A.
Monto Original:	USD 5.000.000
Fecha Aprobación SIC:	30-Apr-09
Fecha Colocación:	25-May-09
Monto Colocado:	USD 5.000.000
Monto en Circulación:	USD 3.667.200
Plazo:	1.080 días (3 años)
Cupón de Interés:	Tasa Pasiva Referencial (BCE) más 2 puntos porcentuales, reajustables cada 90 días.
Pago de Interés:	Trimestral
Amortización:	Pago de capital semestral
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Sustitución Pasivos y Capital de Trabajo
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.
Rep. Obligacionistas:	Polit & Polit Abogados S.C.C.

Contactos

Patricia Pinto
 (593 2) 222 2323
pintop@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. 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 electrodomésticos, 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 de obligaciones de 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:

El emisor es una empresa con una larga trayectoria en el mercado y profundo conocimiento del negocio que maneja. La ventaja comparativa de comercializar de forma exclusiva una importante marca producida localmente, ha sido una fortaleza en especial cuando se aplicaron políticas arancelarias que encarecieron los productos importados.

Pese a que el año 2009 fue en general un período de desaceleración económica, sobre todo para el sector comercial, Marcimex registró crecimiento en sus ventas y resultados netos. El año 2010 se perfila con perspectivas macroeconómicas y sectoriales positivas y mejores en relación al período anterior. Los resultados obtenidos por la empresa en el primer semestre del año en función del negocio comercial y financiero del emisor muestran que obtendrá importantes resultados en este período.

La calificación reconoce que la empresa ha sabido mantener la calidad de los activos. Las ventas de cartera mala realizadas en el 2009 y 2010 han aportado a mejorar los indicadores de morosidad. Dada la información estadística y los controles de crédito que maneja actualmente la empresa se estima que se observará menor incidencia de la morosidad en el comportamiento de la cartera a futuro.

FECHA COMITE: Septiembre/ 30/ 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Julio, 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.



Los niveles de endeudamiento en función del patrimonio han ido disminuyendo a medida que la empresa ha generado mayores resultados. Sin embargo, es importante mencionar que con una política conservadora de reparto de dividendos y mayores niveles de capitalización se podría aportar en el tiempo a mantener los niveles adecuados de apalancamiento.

Finalmente, la empresa tiene claros ciclos de negocio y dependiendo del crecimiento en ventas, mayores requerimientos de capital de trabajo. En momentos de crecimiento los indicadores de liquidez se estrechan y dependen de otros ingresos que provienen por descuentos según las políticas comerciales con proveedores. En esos períodos la empresa se ve obligada a refinanciar parte de la deuda de corto plazo, riesgo que se mitiga por el acceso a líneas de crédito, el momento de liquidez actual y el respaldo de un fuerte grupo empresarial del que son parte.

▪ **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 la marca Indurama para el canal mayorista.
- Alto posicionamiento de mercado y comercialización de marcas reconocidas.
- Profundo conocimiento en financiamiento a clientes.

OPORTUNIDADES

- Política de barreras arancelarias del Gobierno que protege la producción nacional.
- Mayor dinamismo del sector consumo.
- Aumento en la demanda de electrodomésticos nacionales por recuperación de remesas.

DEBILIDADES

- Concentración de ventas en un número reducido de marcas.
- Dependencia de las políticas comerciales que definen sus principales proveedores.

AMENAZAS

- Macroeconomía vulnerable a cambios externos.
- Potencial incremento de medidas de control por parte del Gobierno a tasas de financiamiento del segmento de consumos y comercial.
- Potencial incremento de índices de desempleo y disminución de capacidad adquisitiva de clientes.

▪ **HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

La empresa se encuentra en proceso de implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera. Al mes de julio 2010 los estados financieros

aun no se presentan bajo estas normas contables. Se esperaría que en el siguiente seguimiento los estados financieros se preparen bajo norma NIIF.

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, estados financieros auditados por la firma Cedel S.A. para los años 2006, 2007 y 2008, y estados financieros auditados por Acevedo y Asociados para el año 2009. Además, estados financieros interinos con corte a julio 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 y cambia de denominación a 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., nombre que se mantiene hasta ahora.

Tiene por objeto social la compra y venta de materiales de construcción, 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 2010, las ventas de MARCIMEX se han distribuido en 41,4% en el canal minorista y 58,6% 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. Hasta julio 2010, las marcas Indurama y LG representaron en conjunto el 63% 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 ingresos que representan alrededor del 3% del total de ventas.



▪ 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

Hasta el año 2008 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 ceder sus acciones a un grupo de empresas creadas para este fin. 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.

Al mes de julio 2010, MARCIMEX cuenta con 2 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 una empresa de nacionalidad ecuatoriana que pertenece a miembros de la familia Jaramillo.

ACCIONISTA	Nacionalidad	CAPITAL	Particip
Girasol Group	EEUU	10,800,000	80.0%
Consensocorp Cía. Ltda.	ECU	2,700,000	20.0%
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 julio 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 18 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

Después de un año 2009 de lento crecimiento y en general, desaceleración de la economía en relación a lo visto hasta el 2008, el año 2010 muestra signos de recuperación y de mayor dinamismo económico.

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 0.36%, cuando el ritmo promedio de crecimiento de los últimos 5 años fue 4,7%. Sin embargo, ya en el 1T10 existe un crecimiento anual de 0.6%, y el BCE estima



que la economía crecerá en 3.7% en el 2010. Dentro de las previsiones económicas se espera que el Consumo de Hogares se recupere este año, con un crecimiento proyectado de 4.86% anual.

La economía del Ecuador es dependiente de la producción y exportación de productos primarios especialmente del petróleo. La evolución de la cuenta corriente está estrechamente vinculada al desempeño comercial, el cual depende básicamente del precio del petróleo en el mercado internacional. El precio promedio del barril de petróleo WTI en el primer semestre 2009 fue USD 51.43, mientras que en el mismo período 2010 el precio promedio llegó a USD 78.29.

Mayores precios internacionales del petróleo y una ligera tendencia de incremento de la producción petrolera han permitido disminuir el déficit de la Balanza Comercial y generar mayor liquidez en la economía.

Cuando la Balanza Comercial comenzó a mostrar déficit al final del año 2008 y comienzos del 2009, el Gobierno decidió establecer una política de resguardos arancelarios para frenar el acelerado crecimiento de las importaciones y controlar el déficit comercial. A medida que se recuperaron las exportaciones petroleras durante el 2010, las salvaguardas se han flexibilizado pero se mantiene todavía una política de aranceles para algunos productos.

Es importante destacar que crecimiento de las exportaciones en el primer semestre 2010 fue impulsado también por las exportaciones de productos no tradicionales como manufacturas de metales, productos químicos y farmacéuticos, aparatos eléctricos y autos. Este segmento creció en 15.4% anual en este período, lo que denota una recuperación del sector industrial manufacturero, no solamente del sector petrolero.

Otro rubro importante en la economía ecuatoriana es el flujo de remesas que representan el 42% en promedio de las exportaciones no petroleras. Este es un segmento que pese a las crisis internacionales muestra una rápida capacidad de recuperación y está directamente ligado al segmento de consumo en el país.

Según Panorama Financiero publicado por el BCE, los depósitos del público en el sistema financiero crecían en 29% anual en el año 2008, en el 2009 el crecimiento promedio fue apenas de 5%, mientras que en el primer semestre 2010 nuevamente han recuperado el ritmo de crecimiento llegando al 21% promedio anual. De igual forma se observa recuperación en la colocación del crédito del sector privado, al mes de junio 2010 el crecimiento anual es de 17.5%.

Dado que el sistema financiero ha estado limitado por una política de control de tasas, ha tratado de orientarse a segmentos que generan mayor rentabilidad. De esta forma, el segmento de cartera que mayor crecimiento presenta es el de consumo, que pese a la disminución en la tasa máxima es uno de los segmentos más rentables del sistema.

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. También ha manifestado que tiene financiamiento externo para los principales proyectos, lo cual de concretarse podría ser un factor de dinamismo para la economía en general. Sin embargo, se estima que los efectos en la economía se verán en el mediano plazo.

El sector comercial al por mayor y menor fue uno de los más afectados por la crisis en el 2009, principalmente por el control ejercido sobre las importaciones. Sin embargo, es un sector que ha demostrado 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 recuperará 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 35% de las ventas de MARCIMEX del primer semestre 2010 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 (28%) y la marca Global (10%) que también es una marca propia de MARCIMEX de artículos de línea café (audio y video).



El mercado local de comercialización de artículos de línea blanca y café es bastante diversificado. De acuerdo a información de la Revista Vistazo de septiembre 2010, el mercado de equipos eléctricos y electrónicos ascendió

a USD 1.167 MM de ventas anuales en el 2009. Los principales competidores de MARCIMEX son: Almacenes Comandato, Créditos Económicos, Importadora Jaher, con participaciones de mercado entre 14 y 11%. MARCIMEX tiene una participación de 9% en ventas y ocupó el cuarto lugar en función de ventas totales en el 2009.

2008	2009	Nombre Compañía	Ventas 2008 en MM USD	Ventas 2009 en MM USD
2	1	Comandato	154.40	165.14
3	2	Indurama	134.65	133.92
1	3	Mabe Ecuador	159.95	130.08
5	4	Marcimex	105.42	106.72
6	5	Créditos Económicos	92.16	78.16
7	6	Icesa	85.53	71.35
11	7	Electrónica Siglo XXI	59.92	65.21
12	8	Cartimex	58.32	64.36
9	9	Tecnomega	63.22	63.09
8	10	Mercantil Dismayor	67.86	57.47

Fuente: Revista Vistazo

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, la empresa mantiene una estructura similar a la del año pasado. Solamente hubo variación en televisiones que incrementaron su participación en 4 puntos porcentuales por la influencia del mundial de fútbol.



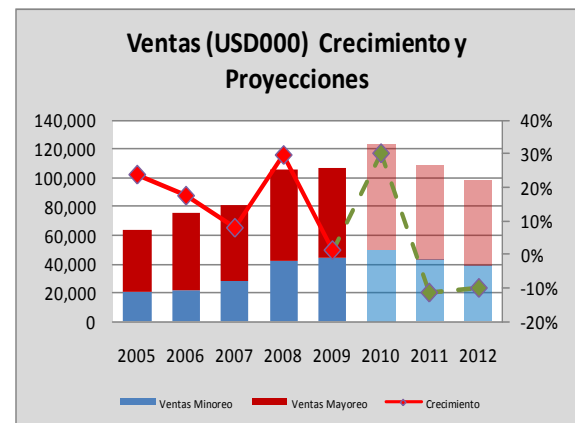
En el 2010 se mantiene la misma estructura de clientes que es altamente diversificada en los dos canales de distribución, con participaciones individuales menores al 2% en el canal mayorista y 6% en el minorista. Las ciudades en donde se concentran las mayores ventas son Portoviejo, Quevedo y Manta.

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

En el año 2009 MARCIMEX tuvo un crecimiento de 1.2% de las ventas netas, pese a que fue un período de desaceleración económico y la mayor parte de empresas del sector real mostraron decrecimiento en sus ventas. Al mes de julio 2010, las ventas de la empresa ascienden a USD 71.208 M, monto que al ser anualizado representaría un crecimiento de 14.4%. Este crecimiento es un cálculo lineal sin considerar la estacionalidad de las ventas.



De acuerdo al gráfico anterior, la empresa estima en sus proyecciones 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 (sin considerar el ingreso por intereses financieros) que maneja actualmente la empresa es aproximadamente el 20%, porcentaje superior al margen histórico. La compañía ha logrado mejorar su margen por varios factores. Primero, ha podido obtener descuentos por incrementos en los volúmenes de ventas en especial de productos de línea blanca con varios de sus proveedores. 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 al observado durante este año dado que se mantendrían las políticas comerciales con los



principales proveedores y la estrategia de crecimiento en el canal minorista, el cual maneja mayores márgenes.

La empresa distribuye el gasto operativo por tipo de agencias (minoreo y mayoreo) y la oficina matriz. Se observa que el gasto operativo de la matriz crece en mayor porcentaje, especialmente en rubros administrativos y seguros. Sin embargo, el gasto de la empresa total crece 4.8% anual a julio 2010, es decir de forma menos acelerada que el crecimiento de los ingresos por lo que el impacto es absorbido generando resultados mayores.

El financiamiento otorgado por la empresa a sus clientes es parte fundamental del negocio, el cual ha generado ingresos por intereses que en promedio han representado entre 3% y 7% de las ventas. Dada su importancia, desde este seguimiento se ha considerado a este rubro como ingreso operativo además porque es parte del giro normal del negocio.

Dentro de otros ingresos están valores compartidos por publicidad y promociones que las marcas devuelven a la compañía y descuentos recibidos por proveedores debido a los volúmenes de ventas. Estos ingresos representan el 4% de las ventas al mes de julio 2010. Según el emisor estos rubros se mantendrán en el tiempo, sin embargo dependen de las políticas comerciales de los proveedores por lo que no se establece la seguridad de la recurrencia de los mismos.

El peso del gasto financiero se ha mantenido en un promedio de 2% con respecto a las ventas durante los últimos cinco años. Al mes de julio 2010, el gasto financiero es cubierto por el ingreso financiero generado por la recuperación de intereses, es decir la operación de la empresa no está financiando el negocio financiero. Además, dentro del gasto financiero que se presenta en balance se está considerando un rubro por el descuento en la venta de cartera mala que la empresa realizó en este mes, operación similar a la realizada en el año 2009.

El resultado antes de participación a empleados e impuestos al mes de julio 2010 ascendió a USD 6.696 M, que implica un crecimiento anual de 192%. Si se considera que el último trimestre del año es estacionalmente de mayores ventas, se podría prever que la empresa alcanzará un importante crecimiento en sus resultados en el año 2010.

La calificadora reconoce la capacidad de la empresa para generar resultados operativos y netos incluso en períodos de mayor estrés económico, y observa mejores perspectivas de crecimiento en el año 2010, siguiendo la tendencia del mercado en general.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Los activos de la empresa ascendieron a USD 53.908 M al mes de jul-10 que representa un crecimiento anual de 33%, producto del crecimiento de ventas y el capital de trabajo. Sin embargo, con respecto a diciembre 2009 el activo disminuye como efecto de la venta de cartera vencida y por una disminución de efectivo.

La estructura del activo en su mayor parte (83%) 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 (63%), Inventarios (17%) y Gastos anticipados (2%). El rubro de gastos anticipados y otras cuentas por cobrar ha incrementado su peso en el activo, especialmente a partir de la operación de venta de cartera vencida pues allí se registran los valores que serán cancelados a futuro a medida que se recupere la cartera mala.

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, durante el 2008 y a la fecha no existen cuentas por cobrar a relacionadas.

La morosidad de la cartera comercial ha ido disminuyendo gracias a varios controles apoyados en la estadística generada para recuperación de cartera, aunque los indicadores de cartera en riesgo sobre cartera total aun son mayores al promedio de la cartera de consumo en el sistema financiero. Las ventas de cartera vencida de más de 180 días realizadas en el 2009 y 2010 han favorecido 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 USD 450 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 jul-10 fue 39 días. Los inventarios han rotado en promedio más rápidamente en el 2010 en comparación al año anterior. En general, la empresa tiene un ciclo de negocio negativo. A jul-10 tienen que financiar en promedio 45 días.



ENDEUDAMIENTO

Actualmente la empresa financia el activo con un 62% de pasivos de corto y largo plazo, y 38% de patrimonio. Esta relación ha venido mejorando a medida que los resultados de la operación fortalecen el patrimonio. Sin embargo entre dic-09 y julio-10 el comportamiento obedece a la reducción de pasivos ya que el patrimonio se reduce por el reparto de dividendos en un monto superior a las utilidades generadas en el 2009, es decir que se reparte reservas facultativas.

El pasivo de MARCIMEX es esencialmente de corto plazo, el 84% del pasivo total corresponde a deuda de corto plazo. Siendo una empresa comercial es consistente que su mayor financiamiento sea con Proveedores (USD 13.660 M). La empresa presenta indicadores menores de rotación de cuentas por pagar en los períodos julio 2009 y julio 2010, que no representan cambios en las políticas de proveedores sino que responden principalmente a la influencia en el costo de venta de descuentos por pronto pago o por volumen de ventas. De acuerdo a las proyecciones, a futuro se mantendrá un financiamiento promedio de 60 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. Actualmente tienen una línea libre de crédito por USD 10MM con las instituciones bancarias con las que trabajan.

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 saldo total de la emisión a jul-10 es USD 3.667M, que representa el 11% del pasivo total.

El índice de apalancamiento (pasivo total / patrimonio tangible) ha disminuido de un 2.11:1 en dic-2008 hasta 1.71:1 en julio 2010. De esta forma la empresa se encuentra cumpliendo con los resguardos establecidos.

El fortalecimiento del patrimonio debido a mayores resultados generados en el 2010 ha apoyado a la empresa a tener menores indicadores de endeudamiento y mejorar su solvencia. De continuar obteniendo resultados similares y mantener una 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 del pasivo en relación al patrimonio. La Junta General de Accionistas decidió repartir USD 7.000 M en dividendos de las utilidades del 2009.

MARCIMEX mantiene cuentas contingentes por USD 1.650 M 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

MARCIMEX al ser una empresa comercial tiene altos requerimientos de liquidez para financiar el capital de trabajo. En este seguimiento se han incorporado como ingresos operativos a los intereses ganados en el financiamiento de cartera con lo cual los indicadores se ven mejores.

Los requerimientos de capital de trabajo son variables según la época del año, al mes de diciembre por efectos de estacionalidad el requerimiento es mayor y la empresa muestra variaciones de capital de trabajo negativas que deben ser cubiertas con la operación. En períodos intermedios la empresa muestra indicadores positivos de liquidez. A fin de año los requerimientos son mayores y la empresa requiere de financiamiento de terceros para cubrir los requerimientos del flujo operativo. Disminuyen esta necesidad los ingresos no operativos que provienen de políticas comerciales.

A jul-10 el Flujo de Fondos Operativo cubre el 20% de la deuda de corto plazo y el resto debe ser refinanciado. El riesgo de refinanciamiento se mitiga dadas las condiciones de liquidez actuales del mercado y las líneas de crédito abiertas que mantiene la empresa en el sistema financiero. Además, la empresa cuenta con respaldo financiero de sus accionistas por ser parte de un fuerte grupo empresarial.

Se considera que en el 2010 la empresa ha entrado nuevamente en un ciclo de crecimiento por lo que presenta mayores variaciones de capital de trabajo y por ende limitaciones en la liquidez. Sin embargo, aun períodos de crecimiento, la empresa tiene la capacidad para generar flujos suficientes para cubrir sus requerimientos.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA 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 Julio-2010	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	401		401		401
Cuentas por Cobrar	40,122	5,715	34,407		34,407
Inversiones Temporales	8		8		8
Inventarios	10,653	10,291	362		362
Impuestos Anticipados	469		469	469	0
Pagos Anticipados	985		985	985	0
Otros Activos Corrientes	133		133		133
Propiedades	1,137		1,137		1,137
Inversiones Permanentes	0		0		0
Activos Diferidos	0		0	0	0
Activo Intangible	0		0	0	0
Otros Activos	0		0		0
ACTIVO TOTAL	53,908	16,006	37,902	1,454	36,448
Monto en Circulación	3,667				
	Garantía General / Monto en Circulación				9.94

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.

A julio-10 los activos totales de la empresa ascienden a USD 53.908M. De este valor, USD16.006M son activos pignorados, de esta forma el activo libre que sirve de garantía general a la emisión de obligaciones asciende a USD 37.902M. La emisión de obligaciones en circulación en el mercado de valores es USD 3.667M, con lo cual existiría una cobertura de 9.94 veces. Debe mencionarse que los valores en circulación tienen la misma prelación frente a los activos libres que el resto de la deuda sin garantía específica.

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

Este compromiso, consta expresamente dentro de la escritura pública del Contrato de Emisión de Obligaciones, así como también en el Prospecto de Oferta Pública. Al mes de julio-10 la empresa cumple con el resguardo establecido (julio-10 1.71:1)

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

La emisión de obligaciones vigente, 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.

MARCIMEX S.A.

	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	jul-10
RESULTADOS						
Ventas	64,079	75,313	81,254	105,424	106,716	71,208
% crecimiento	23.9%	17.5%	7.9%	29.7%	1.2%	14.4%
MARGEN BRUTO (%)	19%	22%	22%	22%	23%	23%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,561	5,125	4,655	7,781	5,825	5,055
MARGEN EBITDA (%)	7.1%	6.8%	5.7%	7.4%	5.5%	7.1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,561	5,125	4,655	7,781	5,825	5,055
MARGEN EBITDAR (%)	7.1%	6.8%	5.7%	7.4%	5.5%	7.1%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos c	445	518	352	605	466	339
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,116	4,607	4,303	7,175	5,359	4,715
Gasto Financiero del período	-1,101	-1,125	-1,398	-1,599	-2,767	-1,906
Impuestos a la renta	-499	-576	-791	-1,907	-1,972	-1,445
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	13.1%	9.3%	9.4%	10.3%	17.7%	19.6%
UTILIDAD NETA	2,473	2,860	2,133	5,186	5,292	4,231
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	26.6%	21.6%	13.3%	28.3%	24.4%	33.0%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9.5%	7.9%	4.7%	9.8%	8.7%	12.4%
FLUJO DE CAJA						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	2,918	3,377	2,485	5,791	5,758	4,570
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-5,624	-9,321	-2,460	-3,579	-3,143	-265
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-2,706	-5,944	25	2,212	2,615	4,305
Inversión en Activos Fijos	-111	-781	-445	-657	322	-170
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	4,136
Variación Neta de Deuda Financiera	3,621	3,713	2,041	-804	1,053	1,134
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	-6,997
Otros Financiamientos, Neto	-30	1	-43	0	23	-80
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	1,708	-1,373	626	-1,149	2,113	-1,808
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)						
EBITDA OPERATIVO	4,561	5,125	4,655	7,781	5,825	5,055
(-) Gasto Financiero del período	-1,101	-1,125	-1,398	-1,599	-2,767	-1,906
(-) Impuesto a la renta del período	-499	-576	-791	-1,907	-1,972	-1,445
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2,961	3,425	2,466	4,274	1,086	1,704
(-) Variación Capital de Trabajo	-5,624	-9,321	-2,460	-3,579	-3,143	-265
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-2,663	-5,897	7	695	-2,058	1,438
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	1,517	4,673	2,868
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-43	-47	19	0	0	-1
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	934	1,631	-952	-1,900	-1,900	-6,997
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-111	-781	-445	-657	322	-170
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1,883	-5,094	-1,372	-345	1,037	-2,861
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	4.62%	4.55%	3.04%	4.05%	1.02%	2.39%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	4,561	5,125	4,655	7,781	5,825	5,055
BALANCE						
Caja e Inversiones Corrientes	1,991	625	1,252	103	2,217	409
Activos Totales	30,032	41,915	48,217	58,031	63,480	53,908
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	10,189	13,903	15,944	15,140	13,359	14,493
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	0	2,834	2,834
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	10,189	13,903	15,944	15,140	16,193	17,327
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	10,998	15,489	16,670	19,956	23,349	20,583
Capitalización ****	21,187	29,391	32,614	35,096	39,542	37,910
Pasivos contingente	0	0	0	950	1,650	1,650
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	17,480	21,541	16,006
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	37,902
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	5,000	4,500	3,667
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)				8.1	9.3	10.3
Límite Legal para Emitir Obligaciones	24,025	33,532	38,574	32,441	33,551	30,322

(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	jul-10
INDICADORES FINANCIEROS						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.14	4.56	3.33	4.86	2.10	2.65
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	4.04	3.86	3.01	4.45	2.22	2.56
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	4.14	4.56	3.33	4.86	2.10	2.65
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	2.23	2.71	3.42	1.95	2.78	2.00
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1.80	2.59	3.16	1.93	2.40	1.95
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	3.44	4.06	6.46	3.54	14.92	5.93
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-18%	-37%	-9%	-2%	6%	-28%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	48%	47%	49%	43%	41%	46%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	25%	26%	20%	27%	27%	20%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	54%	53%	51%	40%	40%	52%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1.73	1.71	1.89	1.91	1.72	1.62
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	1.79	1.78	1.99	2.10	2.00	1.70
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	1.73	1.71	1.89	1.91	1.72	1.62
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	1.79	1.78	1.99	2.10	2.00	1.70
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100%	100%	100%	100%	82.5%	83.6%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	19.5%	4.5%	7.9%	0.7%	16.6%	2.8%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	369.0%	404.5%	276.4%	367.2%	139.2%	189.4%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	-141.8%	-424.3%	100.5%	143.5%	25.6%	175.5%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	369.0%	404.5%	276.4%	367.2%	139.2%	189.4%
CFO / cargos fijos	-241.8%	-524.3%	0.5%	43.5%	-74.4%	75.5%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.29	0.25	0.15	0.28	0.08	0.20
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.26	-0.42	0.00	0.05	-0.15	0.17
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual					0.65	3.51
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual					-1.24	2.96
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.45	0.37	0.29	0.51	0.44	0.60
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período)	0.50	0.40	0.32	0.57	0.55	0.77
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	4.14	4.56	3.33	4.86	1.31	2.11
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.18	-0.37	-0.09	-0.02	0.08	-0.34
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual					0.62	-5.89
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	11,303	15,301	16,093	19,018	26,621	24,628
Liquidez Acida (x)	1.14	1.05	1.12	1.13	1.44	1.50
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1.12	1.02	1.09	1.07	1.34	1.44
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.57	1.56	1.50	1.48	1.56	1.58
Patrimonio / Activo Total (x)	0.37	0.37	0.35	0.34	0.37	0.38
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	3	3	2	3	2	3
Días de cuentas por cobrar	109	128	150	142	160	124
Rotación de inventarios (x)	6	5	5	6	8	9
Días de inventarios	58	79	66	61	46	39
Rotación de cuentas por pagar (x)	9	6	5	5	7	13
Días de cuentas por pagar	41	56	67	72	51	28
Rotación Capital de Trabajo	5	4	4	4	3	4
Días de Capital de Trabajo	75	86	85	81	113	91
Días de Ciclo de Operación	-51	-65	-64	-50	-41	-45