

Ecuador
Emisión Obligaciones

Distribuidora de Productos JUCREMO JCC CIA. LTDA.

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo Cambio
Emisión de Obligaciones	AA-	NR	Nov.08

NR: NO REGISTRA

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Distribuidora de Productos Jucremo-JCC Cia. Ltda.
Monto:	USD 3.000.000
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
Modalidad Cálculo Pago:	365 / 365
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:	Combursatil Casa de Valores S.A.
Agente Pagador :	Lloyds TSB Bank sucursal Ecuador
Representante Obligacionistas	Polit & Polit Abogados S.C.C.

Contactos

Patricia Pinto
(593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

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

Perfil

La compañía Distribuidora de Productos JUCREMO JCC Cia. Ltda. (JUCREMO) se constituyó en Cuenca en 1999, teniendo como objeto principal la compra venta, importación y exportación al por mayor y menor de productos de consumo y lubricantes. La red de distribución de la compañía abarca alrededor de 57.000 puntos de venta a nivel nacional a los cuales atiende en un 50% con canales propios y el resto son co-distribuidores terciarizados. JUCREMO cuenta con tres centros de distribución principales en Quito, Cuenca, y Guayaquil (atendidos directamente con canales propios), y con 19 agencias de menor tamaño que le permiten cubrir todo el territorio nacional. La empresa distribuye 18 líneas de productos de los cuales Zhumir, Gatorade y lubricantes Shell son los más importantes representando alrededor del 75% del total de las ventas a Sept.08.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

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

Dicha calificación se sustenta en la gestión operativa que ha generando buenos resultados desde su inicio con un crecimiento consistente. La calificación incorpora también la flexibilidad y capacidad de adaptación de la empresa frente a nuevos proyectos y cambios de mercado.

La plana gerencial de JUCREMO está compuesta por ejecutivos de primer orden con vasta experiencia en el segmento. Su eficiente gestión ha logrado posicionar a la empresa como una de las distribuidoras en el sector de masivos con mayor cobertura nacional, comparándose con empresas multinacionales como Coca-Cola y Cervecería Nacional. Las fortalezas de la red de distribución y los sistemas de información fueron temas importantes en la decisión del comité.

Debido al tipo de negocio, la empresa ha mantenido niveles de apalancamiento bastante altos que en su mayoría se han generado mediante proveedores. El riesgo crediticio de esta deuda se mitiga ya que se liquida con el propio ciclo del negocio.

La generación de flujos operativos de la empresa ha sido históricamente solida, sin embargo en el último año, los indicadores de liquidez se han contraído debido a mayores requerimientos de capital de trabajo, ligados al nuevo negocio de lubricantes y a la fuerte inversión en bodegas y en empresas relacionadas iniciadas en el 2007. La generación operativa de la empresa cubre los gastos financieros y los requerimientos de capital de trabajo, generando un flujo de caja de operaciones (CFO) positivo que antes del pago de dividendos y CAPEX cubriría 6% de la deuda financiera de corto plazo y el 28% del total de la porción corriente de la deuda de largo plazo al 30 de septiembre/08.

A la misma fecha, luego del pago de dividendos y CAPEX (flujo de caja libre), debido a las inversiones, tanto la porción

FECHA COMITE: Noviembre/26/ 2008

ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre, 2008

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.



corriente como la deuda de corto plazo tendrían que ser refinanciadas. De acuerdo a la nueva estructura de deuda planteada a través de la reestructuración de pasivos financieros de corto plazo, con la emisión de obligaciones y considerando que no se realizarían nuevas inversiones importantes en CAPEX o en empresas relacionadas, el flujo de operaciones permitiría cubrir satisfactoriamente el pago de la deuda. La capacidad de pago de la empresa, está cubierta por los resguardos establecidos en el acta de emisión de esta obligación que limita el endeudamiento de la empresa en relación a la posición patrimonial.

■ ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- Una de las más eficientes redes de distribución masiva con gran cobertura nacional.
- Cobertura a más de 57.000 puntos de venta con una frecuencia de 2 veces por semana.
- Sistemas de software centralizado y operaciones conectadas en línea que permiten generar reportes diarios (estadísticas) con gran detalle, para uso interno y proveedores.

OPORTUNIDADES

- Incremento de nuevos proveedores.
- Aumento de ventas con proveedores actuales ("share of wallet").
- Distribución de productos fríos.

DEBILIDADES

- Concentración de proveedores.
- Alto apalancamiento.
- Transferencia de fondos y nuevas inversiones entre compañías del grupo sin políticas definidas.

AMENAZAS

- Inestabilidad económica y política.
- Terminación de contratos con principales proveedores.
- Ley de Contratación que no permite tercerización.

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

Los pagarés entregados como garantía de las líneas de crédito comerciales con proveedores (USD7.9MM) así como el valor de los activos pignorados (USD5.7MM) como colateral de las garantías bancarias emitidas a proveedores extranjeros, desde septiembre 2008 se registran en las cuentas de contingente y de orden respectivamente.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma C.P.A. Julio Campoverde M. Auditor & Consultor para los años 2005, 2006 y 2007, e interinos para septiembre 2008, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones.

■ DESCRIPCION DEL EMISOR

La compañía Distribuidora de Productos JUCREMO JCC Cia. Ltda. (JUCREMO) se constituyó en Cuenca en 1999, teniendo como objeto principal según sus estatutos, la compra venta, importación y exportación al por mayor y menor de productos alimenticios y bebidas alcohólicas y no alcohólicas, así como maquinaria y repuestos para la industria alimenticia, destilería, importación y exportación de productos agrícolas. En noviembre de 2007 se reformaron los estatutos y se incluyó en el objeto social la actividad de distribución, comercialización, conservación, almacenamiento, venta al por mayor y menor de lubricantes y/o grasas, derivados de petróleo. El nombre inicial de la compañía era Distribuidora de Productos Juan Carlos Crespo C. Ltda., sin embargo en el 2005 se cambia la denominación a la actual, JUCREMO.

Inicialmente JUCREMO se inicia como un distribuidor de los productos Zhumir, empresa con la cual existe relación de accionistas, comercial y administrativa. Sin embargo, su rápido crecimiento y conocimiento del mercado ha permitido que empresas de prestigio nacional e internacional accedan a distribuir sus productos a través de JUCREMO, siendo que con varios de sus proveedores tienen contratos de exclusividad. La empresa es reconocida en el mercado por su asesoría en crédito, manejo de inventarios y cobertura a los puntos de venta atendidos. Además es reconocida por la amplia gama de información de mercado y estadísticas que puede proporcionar a sus proveedores acerca de los productos por canal, territorio y zona. Esto permite a JUCREMO ser un generador de demanda de los productos distribuidos, convirtiéndose en un aliado estratégico con sus proveedores, ofreciendo un portafolio de productos atractivo para el punto de venta.

JUCREMO cuenta con tres centros de distribución principales en Quito, Cuenca, y Guayaquil (atendidos directamente con canales propios), y con 19 agencias de menor tamaño que le permiten cubrir todo el territorio nacional. La red de distribución de la compañía abarca alrededor de 57.000 puntos de venta a nivel nacional a los cuales atiende alrededor de un 50% con canales propios y el resto mediante subdistribuidores, por medio de un concepto similar al de una franquicia.

Inicialmente la empresa atendía directamente a todas sus agencias, sin embargo, a partir del 2005 se migra a una modalidad de franquicias para la mayoría de agencias, con excepción de Quito, Guayaquil y Cuenca. El objetivo principal del modelo era volver más eficiente el control administrativo de cada agencia (inventarios, cobranza y entregas) ya que existían muchos robos y faltantes. Mediante el modelo, JUCREMO comparte una porción del margen con los franquiciados, el cual es compensado con menores gastos de ventas. JUCREMO mantiene un control juicioso de los vendedores y supervisores de cada agencia y provee a cada franquiciado: manuales de operación, software administrativo, soporte técnico y administrativo. Este cambio de modelo resultó en un crecimiento de ventas en las agencias franquiciadas del 107% entre el 2005 y 2007.



Hasta el año 2007, como parte de su red de distribución, JUCREMO alquilaba sus principales bodegas en Quito y Guayaquil, sin embargo, a finales del 2007 la empresa inició la construcción de una nueva bodega y oficinas en Guayaquil (8.000m²) y compró unas instalaciones de otro distribuidor en Quito.

Tradicionalmente la empresa distribuía productos alimenticios y bebidas a nivel nacional, sin embargo a finales del 2007 la empresa inicia un contrato de distribución de lubricantes y grasas, el cual en lo que va del año representa el tercer producto más importante en la cartera de distribución. De acuerdo a proyecciones de la empresa, lubricantes y grasas ocupará el lugar principal en ventas de los productos distribuidos en los próximos dos años. Este nuevo negocio precisó que la empresa forme dos divisiones en el área comercial: Lubricantes y Consumo, debido a necesidades específicas de mercado en cada negocio. JUCREMO distribuye 18 líneas de productos de los cuales Zhumir, Gatorade y lubricantes Shell son los más importantes representando alrededor del 75% del total de las ventas a Sept.08.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Distribuidora JUCREMO junto con Destilería Zhumir son parte del Grupo Zhumir, el cual no tiene personería jurídica, sin embargo, mantiene relaciones entre accionistas, comerciales y administrativas. Distribuidora JUCREMO no cuenta con ninguna subsidiaria; sin embargo tiene un préstamo a la empresa Lacofit que se creó en Cuenca como un “club de precios” en el 2007 y hasta el momento no se ha podido recuperar la inversión; según la gerencia, este préstamo sería capitalizado y pasaría a inversiones el próximo año quedando JUCREMO como el mayor accionista (95% de participación). Por otro lado, el grupo accionarial mayoritario tiene otras empresas que complementan la distribución en el exterior, con las cuales también existen préstamos. Estas empresas son Cimca que se encarga de la distribución del producto Zhumir en Colombia y Rind que se encarga de la distribución del producto Sunny (Quicornac) en Perú.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

La estructura accionarial comprende a 4 accionistas, dos de ellos personas jurídicas y dos personas naturales. Los socios son ecuatorianos con excepción de Perth Associated S.A. y Sayward Corporation de nacionalidad panameña, cuya inversión se considera como inversión extranjera directa de acuerdo a los estatutos.

Accionistas	Capital	Participación
SAYWARD CORPORATION	1,470,000	42%
PERTH ASSOCIATED S.A.	1,155,000	33%
GERMAN TORRES LEON	525,000	15%
PEDRO MIRANDA RIVADENEIRA	350,000	10%
TOTAL	3,500,000	100%

La familia Crespo representa la mayor accionista de las dos empresas panameñas, y a su vez la mayor accionista de Destilería Zhumir. La razón social de las empresas panameñas es Tenedoras de Acciones.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

La estructura organizacional principal de la empresa es la siguiente:



La empresa cuenta con 340 empleados distribuidos de la siguiente manera:

Personal	Número
Administrativo	19
Operativo	70
Ventas/Entrega/Ayudantes	251
Total	340

La compañía se encuentra gobernada por la Junta General de Socios y administrada por el Presidente y el Gerente General. La representación legal de la compañía corresponde al Gerente General. La Junta General de Socios está compuesta por el Dr. Rafael Corral Guevara, en su calidad de Director Presidente de Sayward Corporation y de Perth Associated S.A., Germán Torres León y Pedro Miranda Rivadeneira, por sus propios derechos de socios.

La plana Gerencial, quienes son nombrados por la Junta General de socios, se compone de:

Germán Torres León	Presidente
Pedro Miranda Rivadeneira	Gerente General
Iván Arízaga	Director Financiero
Fernando Tamariz	Gerente Logístico
Gonzalo Amoroso Pinos	Contador General
Roberto Riofrío	Gerente Lubricantes
Alex Bustos	Gerente Consumo Costa
Patricio Roa	Gerente Consumo Sierra

El área comercial está dividida en Lubricantes y Consumo debido a las necesidades específicas de cada negocio. Cada división cuenta con Gerentes Comerciales Zonales y en el caso de Lubricantes existe una Subgerencia Nacional que da soporte técnico a la división. La división de Consumo cuenta con Jefaturas Comerciales en todo el país y con un Jefe de Co-distribución que funciona como una franquicia. Esta franquicia tiene normas y procedimientos concretos que dan soporte en las áreas de cartera, inventarios y entrega. La coordinación de la logística se la realiza desde la matriz mediante un software centralizado en donde todas las operaciones están conectadas en línea. El área de Logística controla la entrega y recuperación de crédito a nivel nacional, así como el manejo de fletes e inventarios.

JUCREMO no tiene un Comité de Empresa y nunca ha experimentado problemas laborales. En el 2007 se



reformó la ley de tercerización, por lo que la empresa realizó reestructuraciones internas importantes para cumplir las disposiciones legales respectivas. En general, la mayoría de vendedores entraron en nómina, mientras que en la actualidad existen 124 microempresarios, dueños de sus propios negocios que no se sabe si será necesario insertarlos en nómina.

RIESGO SECTORIAL

Desde el punto de vista económico, los canales de distribución compran grandes cantidades de los fabricantes para dividirlos en las cantidades pequeñas y los surtidos específicos que los consumidores requieren. De esta manera se trata de equilibrar la oferta y demanda de los diferentes productos en los diferentes sectores.

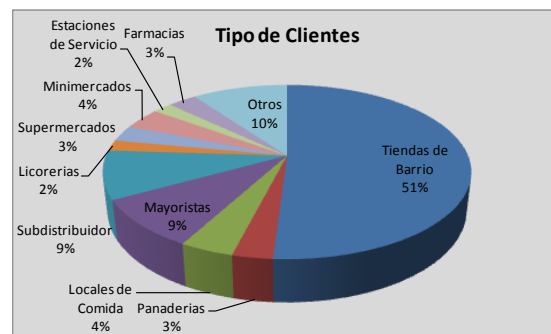
Un productor puede usar un canal de distribución porque no dispone de recursos financieros o de la capacidad necesaria para comercializar directamente su producto con los usuarios finales, o porque el uso de intermediarios del canal es más eficaz.

JUCREMO, por medio de sus contactos, su experiencia, especialización y escala de operaciones, por lo general ofrece a la empresa distribuidora, más de lo que ésta puede lograr por sí misma. El objetivo es conseguir volumen de ventas a sus proveedores a través de una cobertura masiva. De acuerdo a la gerencia, actualmente existen varias empresas dedicadas a distribuir en forma masiva, sin embargo la mayoría de ellas son dueñas de sus propias marcas, las cuales se enfocan normalmente solo a Quito y Guayaquil que solo representa alrededor del 50% del mercado nacional.

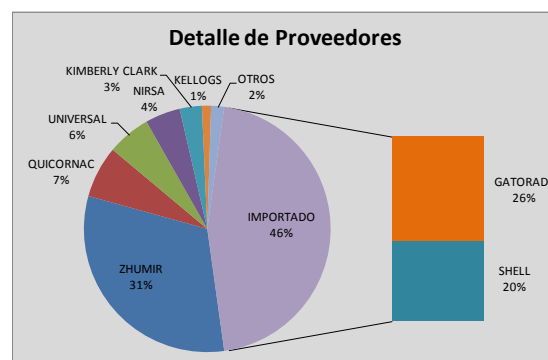
Los principales riesgos que podemos observar dentro del sector es la inestabilidad económica y política que vive el país, la cual podría verse reflejada en una demanda decreciente de los productos distribuidos. Esto también podría presionar los indicadores de recuperación de cuentas por cobrar.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

La generalidad de los productos distribuidos por JUCREMO son artículos de compra frecuente (abarrotes y comida), los cuales necesitan de una distribución y comercialización intensiva. La red de JUCREMO llega a diversas categorías de canales, con el 83% siendo puntos de venta que atienden a clientes finales (mayoristas y subdistribuidores representan 18%). Las ventas están diversificadas tanto por tipo de clientes como por zonas geográficas. El siguiente gráfico muestra la participación de los diferentes tipos de clientes que JUCREMO atiende:



Tomando en cuenta que Gatorade y Shell son marcas internacionales, la participación en la distribución, de productos importados es importante dentro de la producción. Actualmente el 54% de las marcas distribuidas son nacionales y el 46% son importadas de acuerdo al siguiente gráfico:



Un riesgo propio de JUCREMO, es la elevada concentración de sus proveedores, ya que las tres marcas principales representan más del 75% del total. En cierta manera este riesgo es mitigado mediante contratos en donde se estipulan las condiciones generales de ventas; en las cuales se hace referencia al plazo, la exclusividad de distribución, formas de pago, límites del crédito, si así fuere acordado; del mismo modo se conviene la forma en que el fabricante o productor responderá por la calidad de los productos o defectos de fabricación. Actualmente JUCREMO cuenta con contratos con sus principales proveedores. Además es importante mencionar que al distribuir productos fabricados por su empresa filial, Destilería Zhumir, tiene un negocio cautivo que actúa como soporte en cualquier eventualidad. El contrato con Shell vence en el año 2010, mientras que el contrato con Pepsico (Gatorade) se renueva cada año. Vale la pena mencionar que la relación con Pepsico data desde el 2001.

JUCREMO cuenta en su base de datos de contactos con alrededor de 100.000 puntos de venta, de los cuales en promedio 60.000 son cuentas activas. JUCREMO tiene una alta penetración en Quito y Guayaquil; de los 20.000 puntos de venta en estas ciudades, la empresa cubre el 65% directamente y el 75% incluyendo subdistribuidores. Por tener su base en Cuenca, JUCREMO conoce bien el mercado de provincias, siendo que su cobertura es del 90% de los 40.000 puntos de venta en provincia. Es importante recalcar que la frecuencia de visita a los puntos de venta es de 2 veces por semana, todas las semanas. Esta cobertura incluye

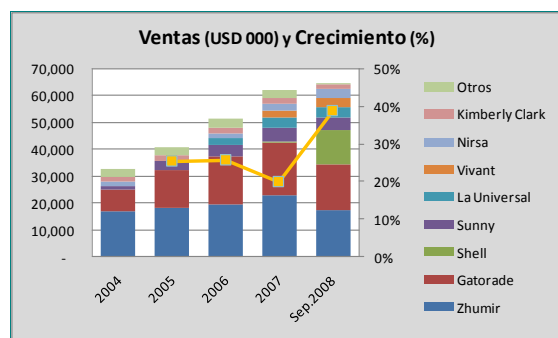


232 rutas de pre-venta y 10 de auto-venta (98% de las ventas corresponden a pre-venta).

La capacidad total de bodegaje de JUCREMO es de 17.100m² distribuidos en 22 bodegas a nivel nacional, sin embargo el 80% de su capacidad se encuentra centralizada en las ciudades de Quito, Guayaquil y Cuenca, de donde distribuye al resto del país.

■ GESTION OPERATIVA

Las ventas al cierre del 2007 alcanzaron USD62.122.745, siendo que el periodo 2005-2007, JUCREMO ha logrado un aumento promedio de sus ventas anuales del 24%. Mientras que al cierre de septiembre de 2008 las ventas llegaron a USD64.680.929, representando un sólido crecimiento anualizado del 39%. Este crecimiento extraordinario fue influenciado por Shell, quien se constituyó en un nuevo cliente en diciembre de 2007. La distribución de lubricantes y grasas para Shell a septiembre 2008 representa el 20% de las ventas totales. De acuerdo al siguiente cuadro podemos observar la tendencia de crecimiento y la concentración en las tres marcas principales (Zhumir, Gatorade, Shell), las cuales representan alrededor del 75% del total de las ventas:



Es importante mencionar que el crecimiento de ventas en unidades (cajas) también ha sido sostenido, sin embargo, con mayor volatilidad y en general en menor proporción que las ventas en dólares. Esto se debe a que parte de las ventas están influenciadas por el incremento en la inflación especialmente de la industria alimenticia y derivados del petróleo.

A pesar del rápido crecimiento, el costo de ventas se ha mantenido relativamente estable en el periodo de análisis en alrededor del 84% de las ventas. Esto, debido a que el mercado ha permitido transferir el incremento del costo al precio. Sin embargo, los gastos administrativos y de comercialización se han reducido paulatinamente, en relación a las ventas, permitiendo alcanzar un resultado operativo del 4.9% en septiembre 2008 comparado con el 1.1% en Dic. 05. Esta reducción en los gastos sobre ventas, se debe a que un alto porcentaje de los gastos de administración (78%) y de comercialización (42%) son fijos.

El peso del gasto financiero se ha incrementado paulatinamente llegando a USD 269M en septiembre de 2008, constituyendo el 0.4% de las ventas mientras que este indicador al 2007 representaba solo el 0.2%. El

incremento en dicho rubro se explica por el aumento de endeudamiento debido a la inversión en la construcción de las nuevas bodegas y oficinas en Guayaquil y la compra de bodegas en Quito. Se observa también un incremento importante en la tasa promedio del crédito que se muestra alta frente a las tasas del mercado, influenciado por el costo generado por la emisión de garantías bancarias.

Es importante mencionar que JUCREMO no mantiene ingresos/egresos no operacionales representativos, siendo que ninguno sobrepasa el 0.5% de las ventas. El resultado antes de participación a empleados e impuesto a las utilidades en el 2007 alcanzó USD2.145M, sin embargo, al cierre de septiembre 2008 el mismo llegó a USD3.001M, el resultado más alto observado por la empresa. Gran parte de este sólido resultado se debe a la incorporación de la distribución de lubricantes y grasas de la marca Shell, que inició negocios con JUCREMO a finales del 2007. De acuerdo con proyecciones de la empresa, este resultado incrementará a finales del 2008 hasta USD5.010M impulsado por las altas ventas del último trimestre influenciadas por la época navideña y de fin de año. La positiva evolución de los resultados se reflejan en el comportamiento de la utilidad antes de impuestos y participaciones en relación a las ventas, que a la fecha de análisis se ubica en el 4.64%.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Al cierre de septiembre 2008, JUCREMO cuenta con activos por USD 25.672M de los cuales cuentas por cobrar (46%), inventarios (22%) y propiedades (10%) son los más representativos.

Es importante mencionar que el peso de los activos fijos (propiedades) en el balance no ha sido sustancial en los años anteriores debido a que las principales bodegas estaban bajo la modalidad de arrendamiento mercantil. Sin embargo, a finales del 2007 la empresa inicia la construcción de una bodega en Guayaquil y compra una bodega en Quito.

De los USD12.669.722 de cuentas por cobrar, el 93% (USD11.840M) representan relaciones comerciales, mientras que el 7% (USD829M) restante constituyen préstamos a empresas relacionadas y empleados. Es importante mencionar que las políticas de cuentas por cobrar comerciales están divididas en el segmento consumo y lubricantes y se mantienen estadísticas detalladas sobre el número de deudores, plazo y monto en cada uno de los segmentos. En ambos casos, la mayor parte de cuentas por cobrar están atomizadas, siendo que la mayor parte de deudores son minoristas en general con crédito menor a los 30 días (21 días para consumo) por montos menores a USD1.000. Los deudores más grandes, que influyen en el promedio total, son empresas estatales en la sección de lubricantes y Supermaxi en la sección de consumo, los cuales no representan más del 3% de las cuentas por cobrar totales. El promedio de días por cobrar en los últimos 3 años ha sido de 49 días. La morosidad de la cartera comercial es baja debido a los varios controles apoyados en la estadística generada para recuperación de cartera. En caso de existir una factura vencida, no se entrega el producto.



Por otro lado los principales préstamos a empresas relacionadas se constituyen por USD382M a Lacofit, USD66M a Zhumir, USD85M Rind y USD166M a Cimca. De acuerdo a la gerencia, el préstamo con Lacofit será capitalizado y pasaría a inversiones, mientras que los préstamos a Rind y Cimca serían liquidados en el 2009.

Otra cuenta importante del activo, son los inventarios que a septiembre 2008 están conformados en 67% por productos de las marcas Shell (41%), Gatorade (17%) y Zhumir (9%). La rotación de inventarios a septiembre 2008 es de 13 veces, equivalente a 28 días. Vale la pena mencionar que las principales marcas comercializadas se encuentran muy bien posicionadas dentro de su sector específico. Pensamos que estos inventarios podrían ser de fácil liquidación.

ENDEUDAMIENTO

En septiembre 2008, el activo está financiado en 28% por patrimonio y 72% por pasivo. Del pasivo, en consistencia con el negocio, el 57% representa deuda con proveedores. Por su naturaleza de negocio de distribución y comercialización, la empresa no requiere de altos niveles de infraestructura y por lo tanto la deuda financiera ha sido históricamente baja. La empresa por lo tanto está apalancando su negocio con deuda a proveedores. El índice de apalancamiento (pasivo total / patrimonio tangible) se ha reducido de un alto 11.52:1 en el 2005 hasta 3.20:1 en septiembre 2008.

El pasivo de JUCREMO es esencialmente corriente, siendo que el 80% (USD 14.647M) corresponde a proveedores comerciales, el 11% (USD 2.057M) a obligaciones financieras de corto plazo y la deuda financiera a largo plazo corresponde al 5% (USD 997M).

La empresa cuenta con 73 días de cuentas por pagar lo que representa 17 días de ciclo de operación. Es importante mencionar que los principales proveedores exigen pagos menores al promedio de la empresa. Así, Zhumir exige 40 días, Pepsicola (Gatorade) exige 60 días y Shell exige 60 días (cobra 7% por pagos atrasados). Estos proveedores, junto con otros de importancia, exigen garantías bancarias a JUCREMO para la entrega de productos. Estas garantías, a septiembre de 2008 han creado un contingente que asciende a USD 7.935M.

La deuda financiera neta respecto del EBITDA a septiembre 2008 es 0.47 veces mientras que al cierre del 2007 fue de -0.13 veces, reflejando que la deuda financiera apalancó activos de largo plazo (CAPEX e inversiones en relacionadas) y no capital de trabajo para el ciclo operativo de la empresa.

El patrimonio de JUCREMO en septiembre de 2008 asciende a USD 7.297M. Vale la pena mencionar que el patrimonio está sobrevalorado ya que éste incluye la utilidad bruta del ejercicio sin deducir el 15% para empleados ni el pago de impuesto a la renta. El capital social representa el 48% del patrimonio y ha crecido sostenidamente en los últimos años. Así, en el 2004 llegaba a USD 650M, mientras que a septiembre 2008 alcanzó USD 3.500M.

El incremento patrimonial responde a las utilidades obtenidas que se han mantenido en la empresa en una buena proporción. La política de dividendos no ha sido estable, sin embargo, no ha existido repartición de dividendos mayores al 30% de la utilidad.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

La empresa ha mantenido un nivel saludable de liquidez, permitiendo que la operación cubra los gastos financieros, capital de trabajo (excepción del 2006 debido a un fuerte aumento de inventarios), e inversiones en los últimos años. Sin embargo, la inversión en activos fijos desde finales del 2007 han ajustado los indicadores. A septiembre 2008 el flujo de fondos operativo no fue suficiente para cubrir las necesidades de inversión, las cuales fueron financiadas por el sistema financiero nacional.

Esto ha generado un descalce de plazos entre activos y pasivos, ya que el 70% de las obligaciones financieras están al corto plazo y los activos que se están financiando son de largo plazo. A septiembre 2008, La generación de flujos operativos de la empresa ha sido históricamente sólida, sin embargo en el último año, los indicadores de liquidez se han contraído debido a mayores requerimientos de capital de trabajo, ligados al nuevo negocio de lubricantes y a la fuerte inversión en bodegas y en empresas relacionadas iniciadas en el 2007. La generación operativa de la empresa cubre los gastos financieros y los requerimientos de capital de trabajo, generando un flujo de caja de operaciones (CFO) positivo que antes del pago de dividendos y CAPEX cubriría 6% de la deuda financiera de corto plazo y el 28% del total de la porción corriente de la deuda de largo plazo.

Luego del pago de dividendos y CAPEX (flujo de caja libre), debido a las inversiones, tanto la porción corriente como la deuda de corto plazo tendría que ser refinanciada. De acuerdo a la nueva estructura de deuda planteada a través de la reestructuración de pasivos financieros de corto plazo, con la emisión de obligaciones y considerando que no se realizarían nuevas inversiones importantes en CAPEX o en empresas relacionadas, el flujo de operaciones permitiría cubrir satisfactoriamente el pago de la deuda.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

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

ACTIVOS	Activos Sep.-2008	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General	Activos Esenciales
Activos Líquidos	1,133		1,133		1,133	
Cuentas por Cobrar	12,670		12,670		12,670	3,600
Inversiones Temporales	10		10		10	
Inventarios	5,747	2,296	3,451		3,451	
Impuestos Anticipados	1,089		1,089		1,089	
Pagos Anticipados	1,106		1,106	1,106	0	
Propiedades	2,590	2,065	525		525	
Construcciones en Curso	1,328	1,328	0		0	
Activo Intangible					0	
ACTIVO TOTAL	25,673	5,689	19,984	1,106	18,878	3,600
Monto de la Emisión	3,000					

Garantía / Emisión	6.29 veces
Activos Esenciales / Emisión	1.20 veces



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

A septiembre-08 los activos totales de la empresa suman USD 25.672M. De este valor, USD 5.689M son activos pignorados; los intangibles y /o diferidos suman USD 1.106M, que representan pagos anticipados, lo que arrojaría un valor de USD 18.878M en activo libre para garantía general de la emisión de obligaciones. La emisión propuesta es de USD 3.000M, con lo cual existiría una cobertura de 6.29 veces. Vale la pena mencionar que el monto total de activos pignorados para garantías bancarias, asciende a USD 10.332M, sin embargo, USD 3.810M representan activos propios de los principales accionistas y USD 833M corresponde a la construcción en Guayaquil, cuyo valor comercial es mayor al del balance.

RESGUARDOS

De acuerdo a la escritura pública de la emisión de obligaciones, la compañía ha establecido para esta emisión los resguardos de ley. Adicionalmente, JUCREMO estableció los siguientes resguardos:

1. **Resguardo:** Índice de endeudamiento neto máximo: **3.2 : 1**

Para el cálculo de este índice se considerará en el numerador todos los pasivos más garantías solidarias otorgadas por JUCREMO a terceros, y en el denominador el patrimonio, en el cual se incluirá la utilidad neta menos activos intangibles, diferidos y gastos pagados por anticipado.

2. **Resguardo:** Índice de endeudamiento financiero neto máximo: **0.60 : 1**

Para el cálculo de este índice se considerará en el numerador toda la deuda financiera (incluida deuda con mercado de valores) más garantías solidarias otorgadas por JUCREMO a terceros, y en el denominador el patrimonio, en el cual se incluirá la utilidad neta menos activos intangibles, diferidos y gastos por anticipado.

Este compromiso, consta expresamente dentro de la escritura pública del Contrato de Emisión de Obligaciones, así como también en el Prospecto de Oferta Pública.

ACTIVOS ESENCIALES

Mediante Junta General Extraordinaria de Socios de la Compañía realizada el 21 de octubre del 2008, se informa que el activo determinado como esencial

corresponde a las cuentas por cobrar a clientes vigentes de la empresa por un monto equivalente a USD3.600.000. El valor en libros al 30 de septiembre del 2008 del total de cuentas por cobrar corresponde a USD12.670M, lo que significa que los activos esenciales representan el 28% del total de cuentas por cobrar. Los activos esenciales representan 1.2 veces el monto de la emisión y constituyen alrededor del 19% de la garantía general.

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

La emisión de obligaciones propuesta, es la primera experiencia de la empresa en el mercado de valores.

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



EMPRESA: JUCREMO

(Miles de USD)

	Dec-05	Dec-06	Dec-07	Sep-08
RESULTADOS				
Ventas	41,160	51,741	62,123	64,681
% crecimiento	25.5%	25.7%	20.1%	38.8%
MARGEN BRUTO (%)	17%	16%	16%	16%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	918	1,735	2,563	3,463
MARGEN EBITDA (%)	2.2%	3.4%	4.1%	5.4%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	918	1,735	2,563	3,463
MARGEN EBITDAR (%)	2.2%	3.4%	4.1%	5.4%
Cuota leasing del período	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativ	453	537	303	295
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	465	1,197	2,260	3,168
Gasto Financiero del período	-72	-113	-152	-269
Impuestos a la renta	-190	-164	-321	-450
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	24.5%	11.1%	11.1%	16.7%
UTILIDAD NETA	262	913	1,824	2,551
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	30.6%	43.6%	53.3%	58.3%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	4.6%	7.3%	11.4%	15.8%
FLUJO DE CAJA				
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	715	1,450	2,127	2,845
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	480	-2,479	-999	-2,636
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,195	-1,029	1,128	209
Inversión en Activos Fijos	-156	-45	19	-2,290
Otras Inversiones, Neto	-878	0	75	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones(incluye ingresos y egresos no operativos)	161	-1,074	1,222	-2,080
Variación Neta de Deuda Financiera	-45	1,456	-755	2,325
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	179	117	66	0
Pago de Dividendos	-200	-259	0	0
Otros Financiamientos, Neto	0	-80	-15	-415
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	94	160	518	-171
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH				
EBITDA OPERATIVO	918	1,735	2,563	3,463
(-) Gasto Financiero del período	-72	-113	-152	-269
(-) Impuesto a la renta del período	-190	-164	-321	-450
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pagados	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	657	1,458	2,090	2,743
(-) Variación Capital de Trabajo	480	-2,479	-999	-2,636
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,137	-1,021	1,091	107
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	61	3	41	106
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-3	-11	-4	-4
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-200	-259	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-156	-45	19	-2,290
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	839	-1,333	1,147	-2,080
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	1.60%	2.82%	3.36%	4.24%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERIOD)	918	1,735	2,563	3,463
BALANCE				
Caja e Inversiones Corrientes	630	791	1,319	1,143
Activos Totales	10,754	14,397	17,508	25,672
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	285	1,741	986	2,314
Psivo financiero Largo Plazo	0	0	0	997
Financiamiento Leasing	0	0	0	0
Obligaciones FinancierasTotal (ajustada a leasing)	285	1,741	986	3,311
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	1,709	2,479	4,369	7,297
Capitalización ****	1,994	4,220	5,355	10,608
Pasivos contingente	0	0	0	7,935
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	5,688
Activos Diferidos	500	200	0	1,106
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	10,254	14,197	17,508	18,878
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	3,000
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)				6.29
Límite Legal para Emitir Obligaciones	8,203	11,357	14,007	15,103

(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.



EMPRESA: JUCREMO

(Miles de USD)

	Dec-05	Dec-06	Dec-07	Sep-08
INDICADORES FINANCIEROS				
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	12.82	15.41	16.90	12.86
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	10.64	15.01	17.02	4.36
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	12.82	15.41	16.90	12.86
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	0.31	1.00	0.38	0.72
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	-0.38	0.55	-0.13	0.47
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	0.43	1.19	0.47	0.91
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	294%	-77%	116%	-84%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	14.3%	41.3%	18.4%	31.2%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0%	0%	0%	0%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	3%	15%	8%	18%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	5.95	5.15	3.25	2.68
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	11.52	6.40	3.50	3.20
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	5.95	5.15	3.25	2.68
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	11.52	6.40	3.50	3.20
LIQUIDEZ				
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100.0%	100.0%	100.0%	69.9%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	221.1%	45.4%	133.8%	49.4%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	1017.3%	1395.2%	1477.7%	1118.7%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	1687.2%	-806.5%	819.2%	139.8%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	1017.3%	1395.2%	1477.7%	1118.7%
CFO / cargos fijos	1687.2%	-806.5%	819.2%	139.8%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.31	0.84	2.12	1.58
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	3.99	-0.59	1.11	0.06
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual				7.11
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.28
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	3.22	1.00	2.60	1.99
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x)	4.30	1.07	3.07	2.36
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	12.82	15.41	16.90	5.29
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.94	-0.77	1.16	-1.20
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual				
OTROS INDICES				
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	575	1,773	4,032	4,442
Liquidez Acida (x)	0.69	0.77	0.97	0.92
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.58	0.66	0.80	0.75
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.06	1.14	1.30	1.18
Patrimonio / Activo Total (x)	0.14	0.16	0.23	0.28
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	9	7	7	7
Días de cuentas por cobrar	41	50	54	49
Rotación de inventarios (x)	10	10	12	13
Días de inventarios	36	37	31	28
Rotación de cuentas por pagar (x)	4	5	4	5
Días de cuentas por pagar	87	79	81	73
Rotación Capital de Trabajo	59	25	13	16
Días de Capital de Trabajo	6	15	28	22
Días de Ciclo de Operación	17	7	24	17

(x) Índice expresado en número de veces