

Ecuador
Emisión Obligaciones

Distribuidora de Productos JUCREMO JCC CIA. LTDA.

Calificación – Primer Seguimiento

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

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Distribuidora de Productos Jucremo-JCC Cia. Ltda.
Monto por Colocar:	USD 3.000.000
Fecha Colocación:	Marzo 2009
Monto Colocado:	USD 1.970.000
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 17 líneas de productos de los cuales Zhumir, Gatorade y lubricantes Shell son los más importantes representando alrededor del 83% del total de las ventas a abril 2009.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. ha decidido mantener la calificación de **AA- (Doble A menos)** para la emisión de obligaciones descrita. 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 mostrado buenos resultados desde su inicio con un crecimiento consistente y particular en el 2008 con la incorporación de la línea de lubricantes. 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 que es de corto plazo. Cabe mencionar que al momento, el proveedor más importante de Jucremo es una empresa relacionada por accionistas.

Históricamente la empresa ha generado flujos operativos positivos. Durante el 2007 y 2008, estos excedieron las necesidades de capital de trabajo a pesar de que en el 2008, los requerimientos incrementaron en relación al nuevo negocio de lubricantes. Durante el 2007, el flujo operativo permitió reducir la deuda financiera y transferir fondos a una empresa relacionada a manera de préstamo. Durante el 2008, el exceso del flujo operativo fue utilizado para inversiones en CAPEX también relacionadas al nuevo negocio, las cuales fueron complementadas con deuda financiera nueva e incremento de capital fresco. El 32% de la capitalización del 2008, provino de deuda financiera.

FECHA COMITE: Junio/30/ 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Abril, 2009

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



El incremento en las necesidades de capital de trabajo por el crecimiento del negocio, el préstamo a relacionadas y las nuevas inversiones en CAPEX principalmente, han presionado la liquidez de la empresa temporalmente, por lo que en lo que queda de este año se requiere refinanciar deuda financiera. Está contribuyendo a dicho propósito y a recuperar los índices de liquidez de la empresa la restructuración de la deuda a través de la emisión de obligaciones que nos compete y cuya colocación se inició en marzo-09.

De acuerdo a las proyecciones, el negocio en los próximos años registrará tasas de crecimiento bastante menores, a las históricas, especialmente a las del 2008, lo que implicaría también menores requerimientos de capital de trabajo y no se esperan nuevas inversiones importantes en CAPEX. Las proyecciones tampoco prevén transferencias de fondos a relacionadas. De cumplirse las proyecciones presentadas que en nuestra opinión muestran parámetros razonables, los flujos que genere la empresa serán suficientes para el pago oportuno de sus obligaciones.

A pesar del aporte de capital fresco, el incremento de los pasivos de la empresa, provocó el incumplimiento en el resguardo establecido en la escritura de emisión de esta obligación que limita el endeudamiento total de la empresa en relación a la posición patrimonial. En los estados financieros al 30 de abril-09, este resguardo regresa a los niveles esperados gracias al pago realizado a proveedores relacionados y a la utilidad registrada en el período. El resguardo que limita el endeudamiento financiero se ha mantenido dentro de los niveles establecidos.

Según las proyecciones el endeudamiento financiero de la empresa se irá reduciendo gradualmente y la deuda con proveedores se mantendrá en los niveles actuales en consistencia con las proyecciones de ventas. Mientras tanto, los resultados esperados incrementarían el patrimonio a pesar del reparto de dividendos, lo cual permitiría reducir las relaciones deuda financiera y pasivo total sobre patrimonio tangible en relación a los niveles actuales.

La calificación podría verse negativamente afectada en el caso de que la empresa muestre indicadores de endeudamiento superiores a los establecidos en la escritura de emisión de obligaciones o si a través de transferencia de fondos a las relacionadas se debilita su estructura financiera.

■ 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.
- Restricción de créditos en el Sistema Financiero e iliquidez en el mercado de valores.

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

- Los estados financieros de JUCREMO del año 2008 fueron consolidados con los de la Compañía Latinamerican Corporation For International Trade LACOFIT Cia. Ltda., en la que mantiene el 95% de participación societaria. El aporte de LACOFIT a las cuentas del balance y del P&G consolidadas, es marginal, en cambio se elimina la cuenta por cobrar de JUCREMO a LACOFIT. Considerando que JUCREMO es el emisor de la obligación del caso, para el presente estudio se evaluaron los estados financieros no consolidados debido a que consideramos que muestran con mayor precisión el respaldo de la obligación. Al cierre del 2008, LACOFIT tiene un total de Activos por USD 1.520M, Pasivos por USD 1.468M y Patrimonio por USD 52M.

- El 17 de junio del 2009, las Juntas Generales de Accionistas de JUCREMO y de Destilería Zhumir, resolvieron realizar una fusión por absorción, siendo JUCREMO la compañía absorbente. El presente reporte no considera riesgos relacionados a dicha fusión ya que al momento no ha sido autorizada por los entes de control y no tenemos toda la información auditada para poder determinar sus efectos. Es importante mencionar que la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores (Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III – Oferta Pública de Valores, Art. 10) menciona que: **"Durante la vigencia de la emisión, las juntas generales de accionistas o de socios de las compañías emisoras, no podrán resolver cambiar su objeto social, ni escindirse, ni fusionarse o transformarse, a menos que cuente con la autorización expresa de la asamblea de obligacionistas."**

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, y HLB Consultores Moran Cedillo Cia.Ltda. para el 2008, e interinos para abril 2009, 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. La empresa genera una 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% en los dos primeros años.

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. Estas instalaciones están en funcionamiento desde inicios del 2009.

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 la actualidad representa el tercer producto más importante en la cartera de distribución. 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 17 líneas de productos de los cuales Zhumir, Gatorade y lubricantes Shell son los más importantes representando alrededor del 83% del total de las ventas a Abr.09.

■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Distribuidora JUCREMO junto con Destilería Zhumir son parte del Grupo Zhumir, el cual no tiene personería jurídica, sin embargo, mantiene una relación de accionistas, comercial y administrativa. A partir del 2008 JUCREMO cuenta con una subsidiaria, Lacofit, en la cual mantiene el 95% de participación. Lacofit se creó en Cuenca como un “club de precios” en el 2007 y hasta el momento no se ha podido recuperar la inversión. Hasta el cierre del 2008, JUCREMO mantenía un préstamo por USD 913M a Lacofit. La gerencia ha manifestado la intención de capitalizar la deuda de la empresa, en cuyo caso se convertiría en una inversión a largo plazo. Hasta la fecha de análisis JUCREMO todavía mantiene el préstamo a Lacofit. Por otro lado, el grupo accionario mayoritario tiene otras empresas que complementan la distribución en el exterior. 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.

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%

Las personas jurídicas (Perth Associated S.A. y Sayward Corporation) tienen nacionalidad panameña, y su inversión se considera como inversión extranjera directa de acuerdo a los estatutos. La razón social de las empresas panameñas es Tenedoras de Acciones. La familia Crespo representa la mayor accionista de las dos empresas panameñas, y a su vez la mayor accionista de Destilería Zhumir.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA



La estructura organizacional principal de la empresa es la siguiente:



Con la reforma a la ley de tercerización, en el 2007, la empresa realizó reestructuraciones internas importantes para cumplir las disposiciones legales respectivas. En general, la mayoría de vendedores entraron en nómina, lo que resultó en un incremento de alrededor de 155 personas en nómina comparado con Sept. 08. La empresa actualmente cuenta con 496 empleados distribuidos de la siguiente manera:

Personal	Número
Funcionarios	22
Administración/Ventas	371
Obreros	103
Total	496

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 Arizaga	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 similar a 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 significativos.

ANÁLISIS ECONÓMICO Y RIESGO SECTORIAL

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

El presupuesto del Estado se realizó con expectativas de un precio del petróleo alrededor de \$85, mientras que en la actualidad se cotiza por debajo de \$70. Esta reducción en la principal fuente de ingresos del país es preocupante, tomando en cuenta que el gobierno impulsó una nueva Constitución multiplicando los beneficios a la población, basando el crecimiento del país en gasto público. Por otro lado, la segunda fuente de ingresos del país, las remesas, también se han visto afectadas con una reducción de más del 13% en el tercer trimestre con relación al año anterior (reducción mayor a \$100 millones) y con proyecciones a que sigan disminuyendo. Las exportaciones, siendo otra de las principales fuentes de ingresos del país se han contraído influenciadas por la crisis mundial, ya que la demanda de productos ecuatorianos se ha reducido. A esto se suma la volatilidad del tipo de cambio del dólar en comparación con los principales socios comerciales, la cual hace que los productos ecuatorianos pierdan competitividad. Esto ha generado un déficit en la Balanza Comercial no petrolera de alrededor de USD 10 mil millones en el 2008. Como consecuencia, el gobierno decidió establecer una salvaguardia por balanza de pagos a las importaciones, con el carácter de temporal por el periodo de un año.

Por otro lado, la contracción de las principales fuentes de ingresos sumados a la declaración de moratoria de la deuda ecuatoriana, dificultará el acceso al crédito para el país. El resultado de los puntos mencionados será un decrecimiento o posible contracción de la economía, con un incremento en el desempleo que a marzo alcanzaba el 8.60%. Como secuela veremos una reducción en los depósitos bancarios, en el medio circulante y en el consumo en general.

Se estima que el sector financiero será más cauteloso con su liquidez y se reducirán las colocaciones, al tiempo en que los índices de morosidad tenderían a incrementarse.

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 y dificultar el acceso a nuevas fuentes de financiamiento.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

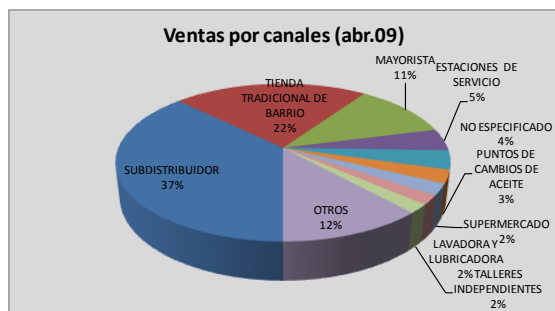
Un productor puede usar un canal de distribución porque no dispone de recursos financieros o de la capacidad



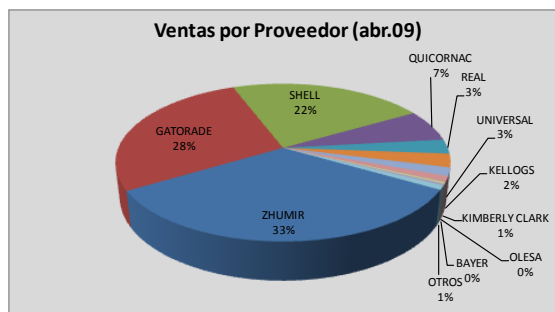
necesaria para comercializar directamente su producto con los usuarios finales, o porque el uso de intermediarios del canal es más eficaz.

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.

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 52% siendo puntos de venta que atienden a clientes finales (mayoristas y subdistribuidores representan 48%). Las ventas están diversificadas tanto por tipo de clientes como por zonas geográficas. El siguiente gráfico muestra la participación de los diferentes tipos de canales que JUCREMO atiende:



Un riesgo propio de JUCREMO, es la elevada concentración de sus proveedores, ya que las tres marcas principales representan más del 83% del total de ventas. 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.



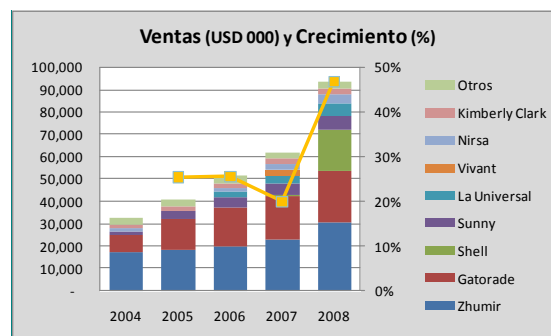
Actualmente JUCREMO cuenta con contratos con sus principales proveedores. Además es importante mencionar que al distribuir productos fabricados por su empresa filial, Destilería Zhumir, tiene un negocio cautivo que actúa como soporte en cualquier eventualidad. El contrato con Shell vence en el año 2010, mientras que el contrato con Pepsico se renovó a inicios del 2009; sin embargo, ya no es directamente con Pepsico sino con Delisoda S.A. quien es el franquiciante oficial en el Ecuador de los productos Gatorade.

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 238 rutas para su división de Consumo y 19 rutas para su división de Lubricantes.

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 2008 alcanzaron USD91.212M, que representa un sólido crecimiento del 47% comparado con el año anterior. Este crecimiento extraordinario fue influenciado por su nueva línea de lubricantes que se inició en diciembre del 2007. La distribución de lubricantes y grasas para Shell actualmente representa el 22% 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):



Es importante mencionar que de acuerdo a las proyecciones de la empresa, este crecimiento se reducirá alrededor del 7% para este año e inclusive será negativo para el 2010, tomando en cuenta la situación económica actual.



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. Por otro lado, los gastos administrativos se redujeron en el 2008 comparados con el 2007, permitiendo alcanzar un resultado operativo frente a las ventas del 5.0% versus el 3.6% en el 2007. Sin embargo, este indicador se reduce en abril 2009 a 3.6% influenciado por el ingreso de alrededor de 155 personas a nómina debido al decreto en el que se prohíbe la tercerización y a que la estacionalidad de las ventas es en el último trimestre del año. Este indicador no tuvo una reducción mayor, debido 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 373M en el 2008, constituyendo el 0.4% de las ventas (en abril representa el 0.5%) 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 exigida por sus principales proveedores.

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 2008 alcanzó USD4.268M, representando un crecimiento del 99% versus el 2007, influenciado por el negocio de lubricantes. Sin embargo, en lo que va del año, el mismo llegó a USD941M, el cual anualizado representaría el 66% del resultado del 2008. Si comparamos abril08 vs abril09, la empresa obtiene un crecimiento del 12%. De acuerdo con proyecciones de la empresa, este resultado incrementará a finales del 2009 hasta USD3.837M impulsado por las altas ventas del último trimestre influenciadas por la época navideña y fin de año. La positiva evolución de los resultados se reflejan en el constante crecimiento de la utilidad neta en relación a las ventas, que de 2.4% en el 2007 aumentó a 3.0% en el 2008 y a 3.2% en abril.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Al final del 2008, JUCREMO cuenta con activos por USD 30.402M de los cuales cuentas por cobrar comerciales (45%), inventarios (26%) y propiedades (15%) 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, las cuales estarán 100% habilitadas a finales del primer semestre del 2009.

A finales del 2008, la empresa mantiene un total de otras cuentas por cobrar por USD 1.485M que representa el 5% del activo total. Esta cuenta está principalmente conformada por un préstamo a LACOFIT (USD 913M), mientras que el resto constituyen préstamos a empresas relacionadas y empleados. En abril, otras cuentas por cobrar alcanzó USD 1.511M siendo que el préstamo a LACOFIT todavía se mantiene (USD 913M). De acuerdo a la Gerencia este préstamo pasaría a ser una inversión a largo plazo para JUCREMO ya que mantiene el 95% de propiedad de LACOFIT. LACOFIT tuvo una utilidad neta en el 2008 de USD 42M y de acuerdo a la Gerencia estos resultados serían mayores en los próximos años. Vale la pena mencionar que la empresa no cuenta con políticas definidas sobre préstamos entre relacionadas.

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 45 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. Esto ha elevado el promedio de días de cuentas por cobrar hasta 56 en el 2008. 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. La cartera Judicial y Prejudicial representa el 4% de la cartera total.

Otra cuenta importante del activo, son los inventarios que al 2008 están conformados en 82% por productos de las marcas Shell (40%), Gatorade (24%) y Zhumir (18%). La rotación de inventarios en el 2008 fue de 10 veces, equivalente a 37 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

Al terminar el 2008, el activo está financiado en 23% por patrimonio y 77% por pasivo. En consistencia con el negocio, la empresa está apalancando su negocio con deuda a proveedores. Por su naturaleza, el negocio de distribución y comercialización no requiere de altos niveles de infraestructura y por lo tanto la deuda financiera ha sido históricamente baja. Sin embargo, en el último año el crecimiento de la empresa ha exigido fuertes inversiones que han requerido de mayor financiamiento. Es importante mencionar que al cierre del 2008 la empresa no cumplió con uno de los resguardos de la emisión de obligaciones que limitaba el endeudamiento de la empresa para protección de los inversionistas. El resguardo limitaba el endeudamiento neto máximo en 3.2:1 y la empresa tuvo un índice de 4.06:1 al cierre del año. En parte el aumento del apalancamiento de la empresa se debe a que en las



últimas dos semanas del año se realiza la comercialización del 80% de las ventas de Diciembre que son estacionalmente muy altas, lo que ocasiona un crecimiento fuerte, pero temporal, de los pasivos corrientes. En abril, la empresa ha logrado reducir el índice de endeudamiento a 2.81:1 (por debajo del límite máximo) gracias a la reducción de la deuda con proveedores y a las utilidades del período.

El pasivo de JUCREMO es esencialmente corriente, constituyendo 74% del pasivo total más patrimonio en el 2008, mientras que en promedio los últimos 3 años fue de 81%. Esta tendencia se ha fortalecido en lo que va del año, siendo que los pasivos corrientes representan el 67% del total del pasivo más patrimonio apoyados por la estructura de la emisión de obligaciones y la reinversión de utilidades en la compañía. Dentro del total de pasivos, los de corto plazo (USD 22.426M) están constituidos principalmente por proveedores comerciales que significan el 80%, y obligaciones financieras de corto plazo con el 11%. Los pasivos de largo plazo corresponden a deuda financiera y al cierre del 2008 representaban el 4% del pasivo total. En la actualidad este indicador aumentó hasta el 12% debido a la emisión de obligaciones, lo que ha permitido una mejora en la estructura del balance.

La deuda financiera neta respecto del EBITDA al 2008 es de 0.56 veces y en abril subió hasta 1.18 veces. La mayor parte de la deuda financiera apalancó activos de largo plazo (CAPEX e inversiones en relacionadas) y en menor proporción capital de trabajo para el ciclo operativo de la empresa.

Al final del 2008 la empresa aumentó el promedio de días de cuentas por pagar a 88 días (promedio últimos 2 años 78 días) lo que representó 12 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, Delisoda (Gatorade) exige 40- 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, en abril 2009 han creado un contingente que asciende a USD 8.476M.

El patrimonio de JUCREMO en el 2008 asciende a USD 7.072M. El capital social representa el 49% del patrimonio que ha crecido sostenidamente en los últimos años debido a la generación sostenida de utilidades. La política de dividendos no ha sido estable, Así, en el 2004 el capital social llegaba a USD 650M, mientras que al 2008 alcanzó USD 3.500M. La Junta de Accionistas decidió aumentar el capital en USD 2.500M pagado con reinversión de los resultados del año 2008. Es importante mencionar que a finales del 2008 los accionistas hicieron un aporte de efectivo por USD 642M, el cual se mantiene en la cuenta aporte para futuras capitalizaciones. En los próximos años, según las proyecciones el reparto de dividendos oscilará entre el 40% y el 80% de las utilidades generadas en el año anterior.

■ 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. Al cierre del 2008 el flujo de fondos operativo no fue suficiente para cubrir las necesidades de inversión, las cuales en su mayoría fueron financiadas por el sistema financiero nacional.

Esto ha generado un descalce de plazos entre activos y pasivos, ya que el 76% de las obligaciones financieras están al corto plazo y los activos que se están financiando son de largo plazo. En abril esta relación ha mejorado hasta 32% gracias a que los bancos han otorgado préstamos con plazos mayores a un año y a la estructura de la emisión de obligaciones. 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. En el 2008, 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 46% de la deuda financiera de corto plazo y 1.68 veces del total de la porción corriente de la deuda de largo plazo. Sin embargo, en abril 2009, la empresa mantiene un flujo de caja de operaciones negativo.

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 tendrían que ser refinanciadas. Tomando en cuenta una colocación total de 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.

■ 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".

En abril 2009 los activos totales de la empresa suman USD 28.265M. De este valor, USD 6.389M son activos pignorados; los intangibles y /o diferidos suman USD 1.769M, que representan pagos anticipados, cuentas por cobrar no comerciales a relacionadas y préstamos a accionistas suman USD 1.179M, lo que arrojaría un valor de USD 18.928M 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 6.31 veces.

todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

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. Es importante recalcar que JUCREMO no cumplió con el primer resguardo al cierre del 2008, siendo que el índice de endeudamiento neto alcanzó 4.06:1 debido a mayor necesidad de capital de trabajo en el último trimestre del año. En lo que va del año la empresa ha logrado reducir este indicador a 2.81:1, por debajo del límite máximo. Sin embargo, si realizamos un escenario de estrés mayor, y al cálculo de patrimonio reducimos las cuentas por cobrar no comerciales a relacionadas y cuentas por cobrar a accionistas, el resultado del primer resguardo es de 3.55:1 y el segundo resguardo de 0.63:1.

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. Al momento la emisión ha sido colocada en un 66% desde marzo-09.

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



EMPRESA: JUCREMO

(Miles de USD)

	Dec-05	Dec-06	Dec-07	Dec-08	Apr-09
RESULTADOS					
Ventas	41,160	51,741	62,123	91,212	29,821
% crecimiento	25.5%	25.7%	20.1%	46.8%	-1.9%
MARGEN BRUTO (%)	17%	16%	16%	16%	16%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	918	1,735	2,255	4,211	872
MARGEN EBITDA (%)	2.2%	3.4%	3.6%	4.6%	2.9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	918	1,735	2,255	4,211	872
MARGEN EBITDAR (%)	2.2%	3.4%	3.6%	4.6%	2.9%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	453	537	321	316	-210
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	465	1,197	1,934	3,895	1,082
Gasto Financiero del período	-72	-113	-152	-373	-141
Impuestos a la renta	-190	-164	-329	-916	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	24.5%	11.1%	11.1%	17.1%	12.0%
UTILIDAD NETA	262	913	1,494	2,712	941
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	30.6%	43.6%	48.2%	50.3%	37.6%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	4.6%	7.3%	9.5%	11.4%	9.6%
FLUJO DE CAJA					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	715	1,450	1,815	3,028	731
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	480	-2,479	337	-1,738	-746
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,195	-1,029	2,152	1,290	-15
Inversión en Activos Fijos	-156	-45	0	-4,286	-600
Otras Inversiones, Neto	-878	0	0	-10	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	161	-1,074	2,152	-3,005	-614
Variación Neta de Deuda Financiera	-45	1,456	-755	2,400	254
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	179	117	66	642	0
Pago de Dividendos	-200	-259	0	0	-77
Otros Financiamientos, Neto	0	-80	-700	-376	-26
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	94	160	763	-340	-463
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH					
EBITDA OPERATIVO	918	1,735	2,255	4,211	872
(-) Gasto Financiero del período	-72	-113	-152	-373	-141
(-) Impuesto a la renta del período	-190	-164	-329	-916	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	657	1,458	1,774	2,922	731
(-) Variación Capital de Trabajo	480	-2,479	337	-1,738	-746
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,137	-1,021	2,111	1,183	-15
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	61	3	41	106	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-3	-11	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-200	-259	0	0	-77
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-156	-45	0	-4,286	-600
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	839	-1,333	2,152	-2,996	-691
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	1.60%	2.82%	2.86%	3.20%	2.45%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	918	1,735	2,255	4,211	872
BALANCE					
Caja e Inversiones Corrientes	630	791	1,319	1,018	555
Activos Totales	10,754	14,397	17,179	30,402	28,265
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	285	1,741	986	2,555	1,169
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	831	2,471
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	285	1,741	986	3,386	3,640
Pasivos con Proveedores	8,244	9,591	11,136	18,652	14,945
Otros Pasivos	519	587	1,339	1,291	1,743
Pasivos Totales	9,048	11,919	13,462	23,329	20,328
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	1,709	2,479	3,718	7,072	7,937
Patrimonio Tangible	646	1,617	2,328	4,248	5,734
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1,063	863	1,390	2,825	2,203
Capitalización ****	1,994	4,220	4,704	10,458	11,577
Pasivos contingente	0	0	0	7,935	8,476
ACTIVO PIGNORADO					
Activos Diferidos	500	200	0	1,106	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	10,254	14,197	17,179	23,608	20,627
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	3,000	3,000
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	7.87	6.88
Límite Legal para Emitir Obligaciones	8,203	11,357	13,744	18,886	16,502

(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	Dec-08	Apr-09
INDICADORES FINANCIEROS					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	12.82	15.41	14.86	11.28	6.18
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	10.64	15.01	14.86	-0.20	1.93
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	12.82	15.41	14.86	11.28	6.18
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	0.31	1.00	0.44	0.80	1.39
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	-0.38	0.55	-0.15	0.56	1.18
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	0.43	1.19	0.56	1.16	1.66
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	294%	-77%	218%	-89%	-57%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	14.3%	41.3%	21.0%	32.4%	31.4%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0%	0%	3%	29%	0%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	3%	15%	7%	15%	18%
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	5.29	4.81	3.62	3.30	2.56
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	9.28	5.88	3.93	4.06	2.81
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	14.00	7.37	5.78	5.49	3.55
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible	0.29	0.86	0.29	0.59	0.50
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	0.44	1.08	0.42	0.80	0.63
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100.0%	100.0%	100.0%	75.5%	32.1%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	221.1%	45.4%	133.7%	39.9%	47.5%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	1017.3%	1395.2%	1269.4%	882.9%	618.3%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	1687.2%	-806.5%	1491.5%	417.1%	89.5%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	1017.3%	1395.2%	1269.4%	882.9%	618.3%
CFO / cargos fijos	1687.2%	-806.5%	1491.5%	417.1%	89.5%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.31	0.84	1.80	1.14	1.88
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	3.99	-0.59	2.14	0.46	-0.04
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	✓	✓	✓	4.15	✓
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	✓	✓	✓	1.68	✓
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	3.22	1.00	2.29	1.65	2.24
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x) Anual	4.30	1.07	2.70	1.93	3.51
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	12.82	15.41	14.86	3.91	6.18
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.94	-0.77	2.18	-1.17	-1.77
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	✓	✓	✓	-8.52	✓
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	575	1,773	3,381	3,501	5,516
Liquidez Ácida (x)	0.69	0.77	0.92	0.81	0.79
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.58	0.66	0.78	0.66	0.61
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.06	1.14	1.25	1.11	1.15
Patrimonio / Activo Total (x)	0.14	0.16	0.20	0.23	0.28
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	9	7	7	6	9
Días de cuentas por cobrar	41	50	54	56	41
Rotación de inventarios (x)	10	10	12	10	8
Días de inventarios	36	37	31	37	44
Rotación de cuentas por pagar (x)	4	5	5	4	5
Días de cuentas por pagar	87	79	77	88	71
Rotación Capital de Trabajo	59	25	15	22	14
Días de Capital de Trabajo	6	15	23	16	26
Días de Ciclo de Operación	17	7	15	12	12

(x) Índice expresado en número de veces