

Contactos

Felix Boni
Director de Análisis
E-mail: felix.boni@hrratings.com

Francisco Guzmán
Director de Deuda Corporativa
E-mail: francisco.guzman@hrratings.com

Paulina Dehesa
Analista Junior
E-mail: paulina.dehesa@hrratings.com

Calificaciones

Coppel, S.A. de C.V. (LP)	HR AA-
Coppel, S.A. de C.V. (CP)	HR1
Programa de CEBURS CP	HR1
Perspectiva	Estable

La calificación que determina HR Ratings de México S.A. de C.V., para Coppel, S.A. de C.V., de largo plazo es HR AA- con perspectiva estable, lo que significa que el emisor o emisión con esta calificación se considera con alta calidad crediticia, y ofrecen gran seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantienen muy bajo riesgo crediticio bajo escenarios económicos adversos. El signo negativo que precede a la calificación significa una debilidad relativa dentro de la misma escala de calificación.

La calificación que determina HR Ratings de México S.A. de C.V., para Coppel, S.A. de C.V., de corto plazo es HR1, lo que significa que el emisor o emisión con esta calificación ofrece alta capacidad para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantienen el más bajo riesgo crediticio.

HR Ratings de México, S.A. de C.V., asignó la calificación corporativa a Coppel, S.A. de C.V. (Coppel), de HR AA- con perspectiva estable, así como la calificación de corto plazo de HR1. Asimismo, HR Ratings de México asignó la calificación de HR1 al Programa de Certificados Bursátiles de Corto Plazo.

La calificación está basada en la capacidad estimada de pago de Coppel, la cual medimos en función de nuestra proyección de su flujo de efectivo bajo dos escenarios. Asimismo, nuestro análisis incluye la evaluación de factores cuantitativos y macroeconómicos.

Entre los factores que fundamentan nuestra calificación, se encuentran los siguientes:

- La sinergia que se genera a través de combinar la plataforma comercial con servicios financieros.
- El mercado objetivo son las clases socioeconómicas no bancarizadas, las cuales se estima que representa el 57% de la población de México.
- Coppel cuenta con presencia en casi toda la república mexicana y operan más de 810 puntos de venta en diferentes formatos. Tiene una larga trayectoria en México con una marca muy reconocida.
- Otras fortalezas que identificamos son: una sofisticada tecnología de sistemas y comunicaciones; su alto nivel de reservas crediticios.
- Actualmente, la empresa busca reestructurar los vencimientos de pasivos de corto plazo y contempla varios mecanismos, sin que hasta el momento conozcamos de un acuerdo definitivo.
- La empresa cuenta con líneas de financiamiento bancarias de \$1,144 millones de pesos (mm). Por otro lado, la empresa puede liberar recursos invertidos en el capital de trabajo para fondera sus obligaciones financieras.
- Alto crecimiento en ventas lo cual genera un fuerte requerimiento de capital de trabajo.

Algunos supuestos importantes en la elaboración de los escenarios son:

- En nuestro escenario base estimamos crecimientos nominales en los ingresos de 13.3% en promedio, para el periodo proyectado de 2010 al 2012, justificado en parte por un incremento del piso de venta de 5.6%.
- En la cartera de crédito, consideramos mantener reservas del 10% en promedio por la nueva cartera generada. En el escenario de estrés se consideraron incrementar los castigos en 1% y disminuir la cobranza en 1%, respecto al escenario base.
- En ambos escenarios se estima una inversión de CAPEX de aproximado de \$1,000mm anuales.
- Esperamos un margen de operación con un nivel de 13.7% para 2010, y una recuperación para alcanzar 14.5% y 14.2% en 2011 y 2012, respectivamente.
- En ambos escenarios se considera la política de dividendos del 17.5% sobre la utilidad neta del año inmediato anterior, que es la mitad del límite de 35% estableció en la política de la compañía.
- En ambos escenarios se aprecia una aceptable capacidad de pago en el largo plazo. Sin embargo, aún no se tiene definida la reestructura de la deuda actual. Esta situación hace que la estabilidad financiera dependa de las líneas actualmente contratadas, lo que implica un riesgo en el corto plazo.

El Programa de Certificados Bursátiles de Corto Plazo (CEBURS CP) será por un monto de hasta \$2,000 millones de pesos, sin garantía específica y tendrá una vigencia de dos años, contados a partir de la fecha de autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Descripción del Emisor

Coppel, S.A. de C.V. (Coppel), una sociedad anónima de capital variable, es una cadena departamental dedicada a la venta a crédito y de contado de productos tales como ropa y muebles, así como a otorgar préstamos a un mercado con poder adquisitivo medio y medio bajo y funge como una subsidiaria de Grupo Coppel.

Historia de la Compañía

La empresa se constituyó en agosto de 1965 bajo la denominación de Almacenes Coppel, S.A., y en 1979 se transformó en una sociedad anónima de capital variable. En 1992, cambió su razón social a quedar, como hoy la conocemos, en Coppel, S.A. de C.V.

Coppel inició sus operaciones dedicándose a la venta al contado de regalos y después aprovechó el crédito que le otorgaban algunos de sus proveedores para financiar sus ventas e incursionar en el sistema de ventas a crédito, así como amplió sus líneas de negocios para atender la demanda de un mercado creciente. En 1970 Coppel introdujo la venta de ropa y blancos bajo el sistema de "Ventas a crédito en Cuenta Revolvente". Este sistema crea un saldo y un plazo único para todas las compras de ropa de un cliente, lo que facilita su entendimiento y manejo.

Hasta 1989, Coppel manejaba una política conservadora con respecto a la apertura de nuevas tiendas y a la exploración de nuevos mercados. Como resultado de esa política, la empresa terminó 1989 con 22 tiendas. Sin embargo, a partir de 1990 inició un programa de expansión que le ha permitido incrementar al 31 de diciembre de 2009 su número de tiendas a 480 tiendas tradicionales, 283 tiendas Coppel-Canadá y 51 Tiendas de Variedad Limitada.

En 2007, reestructuran su estructura corporativa y se constituye Grupo Coppel, S.A. de C.V., del cual Coppel tiendas forma parte, junto con otras tres subsidiarias operativas, en donde destacan Coppel América (actividades comerciales en Argentina y Brasil), Coppel Capital (actividades financieras banco y afore), y Sakly (empresa inmobiliaria).

Diversificación de los productos y servicios

Dentro de la actividad comercial, Coppel cuenta con una amplia variedad de productos. Actualmente maneja alrededor de 48,660 SKU's. Las principales líneas que maneja Coppel son: electrodomésticos, electrónica (incluye celulares y tiempo aire), muebles, artículos para automóviles, bicicletas, juguetería, línea blanca, relojería, óptica, artículos para el hogar, artículos de uso personal, ropa para toda la familia, blancos, perfumería y zapatería.

La empresa divide su actividad comercial en dos grandes categorías: División Muebles y División Ropa. Asimismo, Coppel otorga a sus clientes otro tipo de servicios y venta de productos tales como: ventas de seguros, transferencias de dinero, préstamos en efectivo y pago de servicios públicos tales como: agua, luz y teléfono.

Además, Coppel cuenta con marcas registradas ya que algunas de las marcas que comercializa son exclusivas de la empresa, tales como Coppel, Copelia, Rey, Record, Cortez, Guapísima, La Q y Playeros.

Formato de tiendas

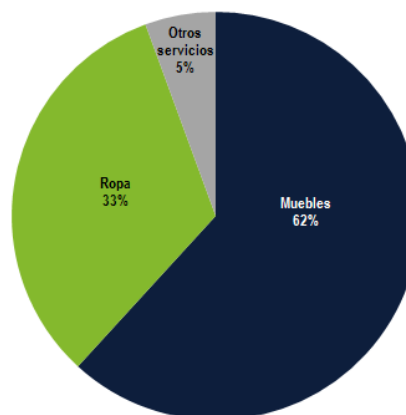
Coppel cuenta con tres formatos de tiendas. La estandarización de formatos facilita el proceso de instalación y apertura de la tienda, así como su operación, lo que se traduce en menores gastos operativos.

1. Formato de tiendas tradicional: Con más de 40 años de experiencia, este tipo de tiendas cuentan con una superficie promedio de venta de 2,375 m², 16 departamentos especializados divididos en dos áreas: división muebles y división ropa. Al cierre de 2009, contaba con 480 unidades.
2. Tiendas Coppel-Canadá: Cuentan en promedio con una superficie de venta de 254 m², La comercialización de estas tiendas es primordialmente de calzado, aunque también se pueden adquirir otros productos de la división muebles y de la división ropa a través del sistema Coppel. Al cierre de 2009 contaban con 283 unidades.
3. Formato Variedad limitada: Cuenta con este formato en el que se especializa la tienda en vender únicamente productos de la división muebles o bien, productos de la división ropa, con un piso de ventas promedio de 831m², al cierre de 2009 contaban 51 unidades.

Las ventas efectuadas a través de la plataforma de tiendas antes descrita, se concentran en dos grandes divisiones, la división muebles y la división ropa, el resto se deriva de otros servicios de envíos de dinero y seguros. Al cierre de 2009 el piso de ventas de Coppel era superior a 1.26 millones de metros cuadrados, lo que se traduce en un crecimiento del 6% aproximadamente, en comparación con el año anterior.

La combinación de la plataforma se divide porcentualmente de la siguiente manera:

División porcentual de la plataforma comercial de Coppel



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

Además, podemos referir que el ticket promedio durante todo 2009 en la división muebles es de \$660, mientras que para división ropa es de \$378, lo que significa que creció 14% y 8%, en comparación con el año anterior, respectivamente.

Distribución Geográfica y Canales de Distribución

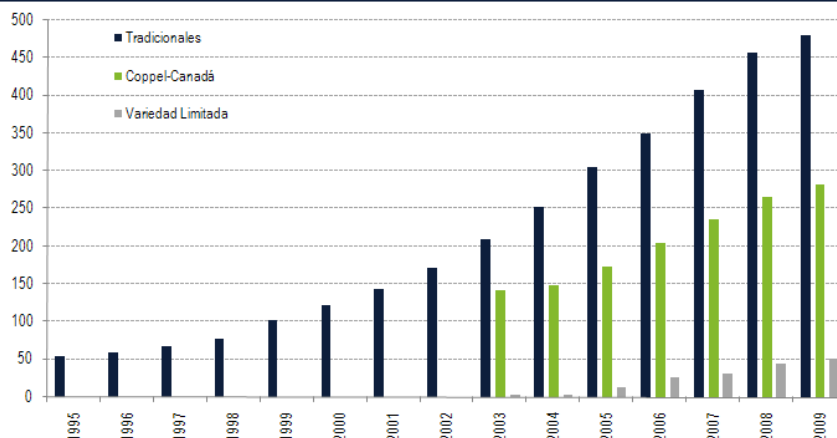
Coppel, siendo la segunda cadena de tiendas departamentales a nivel nacional, tienen presencia alrededor de toda la República Mexicana, en 280 ciudades, con fuertes concentraciones en la zona norte del país, así como en el área metropolitana.

La plataforma comercial de Coppel hoy en día comprende 480 tiendas tradicionales, 283 tiendas Coppel-Canadá y 51 tiendas de Variedad Limitada, las cuales, en su conjunto, suman 814 tiendas, con un total de 1,261 millones de metros cuadrados. Comparado con el año anterior, el crecimiento en unidades fue del 6.1% y en piso de ventas fue del 6.0%.

Para poder cumplir con la comercialización de mercancía a todas sus tiendas, Coppel cuenta con una red de 88 centros de distribución y de 16 bodegas ubicados estratégicamente para lograr una logística óptima. Asimismo, cuenta con una flotilla de 468 tractocamiones, 2,337 cajas de transporte y 1,143 remolques de menor tamaño, lo que le permite realizar más de 44,000 entregas a domicilio semanalmente.

Coppel cuenta actualmente con un plan de expansión de 50 tiendas Coppel y 30 Coppel-Canadá por año, principalmente en el área centro de México, lo que se convierte en una demanda de inversión entre \$700mm y \$1,000mm al año.

Crecimiento histórico en número de tiendas

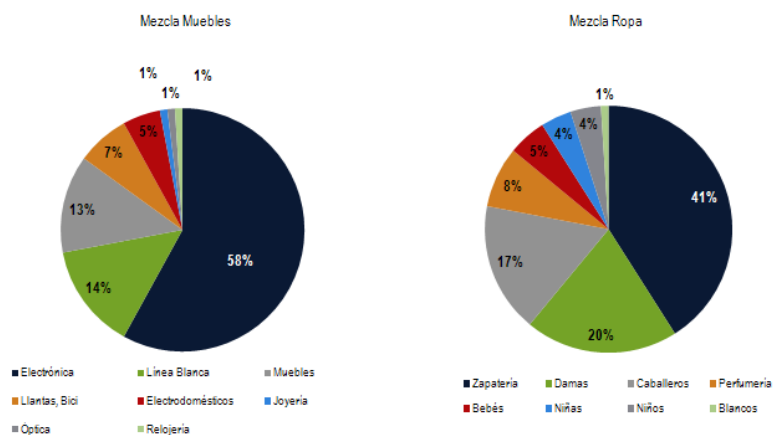


Fuente: HR Ratings de México, basado en información proporcionada por el cliente

Distribución de las ventas por división

Las siguientes gráficas muestran la distribución de las ventas que hubo durante 2009 tanto para la división de muebles como de ropa, ambas con subdivisiones por secciones, donde observamos claramente que el área fuerte de división muebles es electrónica, mientras que para ropa es zapatería. Este comportamiento ha sido similar históricamente, si bien cambia la participación porcentual del área, la contribución de ventas por área ha permanecido sin cambios sustanciales en el orden de contribución.

Distribución de las ventas por división

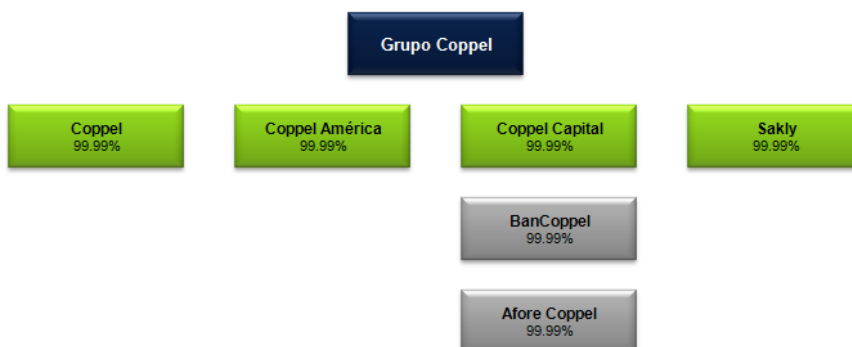


Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

Estructura Corporativa

Coppel, también conocido como Coppel tiendas para poder identificarse de su casa matriz, pertenece a Grupo Coppel, tenedora del 99.99% de su capital social.

La estructura corporativa de Coppel que se demuestra a continuación es de reciente creación, pues anteriormente al 2007, la empresa que actuaba como *holding* era Coppel tiendas y la subsidiaria Coppel Capital dependía de ella.



Gobierno Corporativo

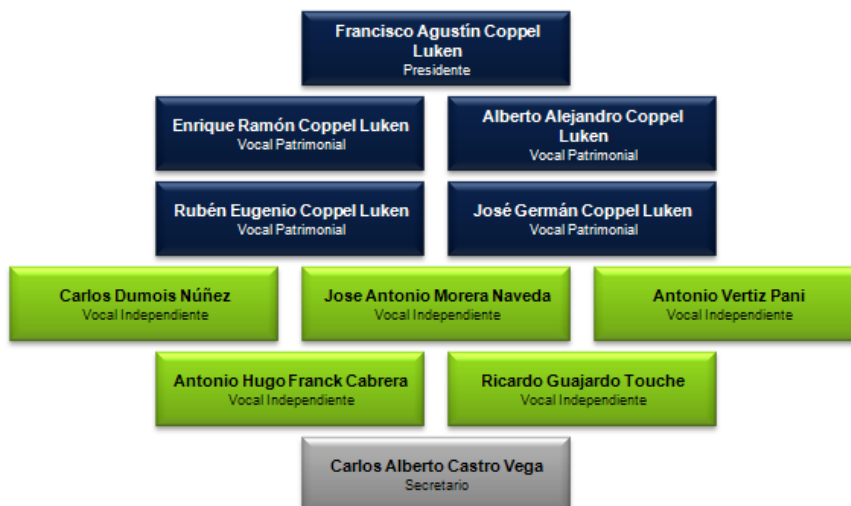
El gobierno corporativo de la empresa comprende diversos rubros, entre los que destacan:

Consejo de Administración

Coppel se encuentra regido bajo un Consejo de Administración y un Director General.

Por el lado del organigrama general de la empresa, el curso jerárquico que toma como base Coppel es el Director General, seguido del Director de Finanzas, Director Comercial, Gerente de Administración, Gerente de Tiendas, Gerente de Crédito y Cobranza, Gerente de Inmuebles y Sistemas, Gerentes de Divisiones, Gerentes Regionales, Gerentes de Zona y Gerentes de Centro.

Dentro de las políticas corporativas de la empresa, se estipula que el Consejo de Administración puede estar integrado por un máximo de 21 consejeros propietarios y, en su caso, sus respectivos suplentes. Hoy por hoy, este Consejo está integrado por 10 consejeros, de los cuales 5 de ellos son independientes, con lo cual cumplen con la política de mejores prácticas de tener un mínimo de 25% de consejeros independientes.



El consejo de administración, de igual manera, designa a un secretario y cuenta con el apoyo de diversos comités para que el desarrollo de la empresa sea en las mejores condiciones, tales comités están encargados del desarrollo de las actividades en materia de prácticas societarias y en materia de auditoría.

- Comité de Auditoría
 - Antonio Hugo Franck Cabrera, Presidente;
 - José Antonio Morera Naveda, Secretario (experto financiero);
 - Carlos Dumois Núñez, Miembro.
- Comité de Prácticas Societarias
 - Antonio Vertiz Pani, Presidente;
 - Antonio Hugo Franck Cabrera, Secretario;
 - Carlos Dumois Núñez, Miembro.

La calidad de la administración es uno de los factores que brinda solidez al análisis cualitativo de Coppel. La experiencia de los directivos, su reacción probada ante situaciones de estrés, toma de decisiones en comités con funcionarios independientes y altamente calificados representan las bases de confianza en el manejo de la empresa.

Control

Coppel cuenta con robustos sistemas informáticos de control que permiten un eficiente manejo de inventarios, generar estados de cuenta

confiables y oportunos, controlar de ventas, agilizar el proceso de otorgamiento de crédito, y contar con una herramienta de trabajo para la Dirección General y el área administrativa de Coppel en tiempo y forma, para que puedan apoyar la toma de decisiones.

Fuerza Laboral

A la fecha de este reporte, Coppel cuenta aproximadamente con 60 mil empleados, la mayoría de ellos son sindicalizados. La empresa indica que tiene una excelente relación con el sindicato y empleados. Cabe señalar que durante la vida operativa de Coppel no se han registrado huelgas ni emplazamientos a huelga.

Política de Dividendos

Recientemente, Coppel ha adoptado una política de dividendos de pagar el 35% de la utilidad del año inmediato anterior a partir del 2009, pues en el periodo comprendido de 2002 a 2007 no se había efectuado ningún pago de dividendos, ya que la empresa reinvertía el total de sus utilidades.

En 2009, el pago de dividendos fue por un monto de \$2,700 millones de pesos (mm), pero únicamente \$758mm fueron pago en efectivo, ya que el resto se aplicó para eliminar una deuda intercompañía que tenía Grupo Coppel con Coppel (tiendas).

Para el 2010, tienen estimado pagar un monto alrededor de \$1,300mm. En nuestras proyecciones, consideramos el pago de dividendos del 17.5% de la utilidad inmediata anterior para 2011 y 2012.

Análisis Financiero y Proyecciones

El análisis de la calificación de Coppel requirió de un enfoque diferente al que pudieran tener sus principales competidores, Grupo Elektra y Grupo Famsa, debido a que el financiamiento a clientes lo otorga directamente la tienda y no se traspasa a una institución bancaria relacionada.

En este sentido, debemos recordar que la manera en que opera la competencia directa, dista de Coppel ya que ambas empresas cuentan con la originación de crédito por parte de sus bancos, situación que no ocurre de igual modo en Grupo Coppel, pues el banco se separa completamente de la operación de las tiendas. Si bien, la empresa opera en forma diferente en la originación de créditos, se puede señalar que sí son sus competidores directos en cuanto al nicho de mercado, ventas, productos y servicios.

Servicios de crédito

Coppel ofrece a sus clientes dos tipos de servicios de crédito: Las ventas a Crédito y los Microcréditos, mismos que son explicados a continuación:

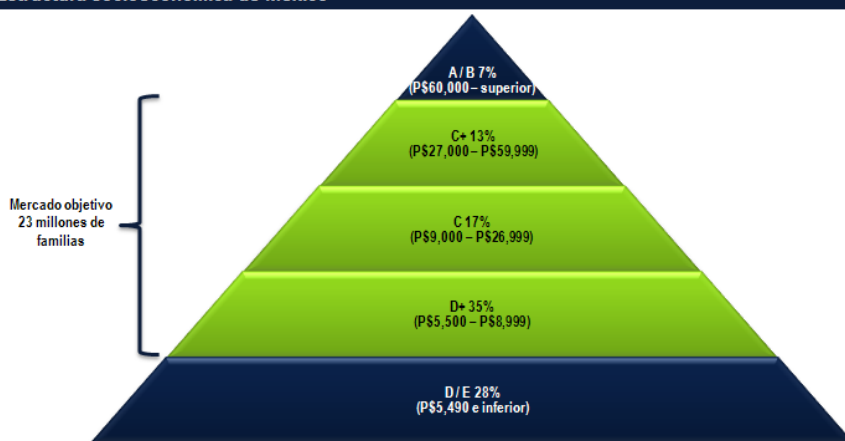
Ventas a Crédito

Las ventas a crédito tienen una importancia fundamental para Coppel, pues a diciembre de 2009, las ventas a crédito representaron el 81.5% de las ventas totales (estas ventas incluyen el sobreprecio), mientras el restante 18.5% fueron ventas de contado.

A continuación se muestra la importancia histórica de las ventas a crédito. Debemos señalar que gran parte de los clientes que tiene Coppel no están bancarizados, por lo que la opción que les ofrece la empresa en la originación de créditos es importante para su crecimiento. Dentro de los riesgos que percibimos para la empresa, es que los bancos busquen atraer a clientes de ingresos bajos y medios, por lo que las operaciones de Coppel pudieran verse afectadas.

El mercado socioeconómico objetivo al que se enfoca Coppel está compuesto por personas cuyo nivel socioeconómico se ubica entre los niveles C+, C y D, los cuales, en su conjunto, representan cerca del 57% de la población en México.

Estructura socioeconómica de México



Fuente: HR Ratings de México

El sistema de venta a crédito de la empresa se lleva a cabo por medio de una tarjeta Coppel, cuyo monto de crédito autorizado se fija con base en los ingresos del cliente mediante el uso de un sistema paramétrico propio de Coppel. Es importante señalar que dentro del proceso de autorización de las tarjetas Coppel, la empresa no le da a conocer el límite de crédito a su cliente con el fin de no limitar al cliente en sus decisiones de

consumo para que éste pueda buscar comprar artículos que considera que puede pagar, y porque el sistema paramétrico toma las decisiones de otorgar el crédito y si considera que está fuera del límite de crédito del cliente, en vez de negarle dicha compra, aumenta el enganche que se solicita con el fin de evitar que adquieran productos que después no estarían en posibilidad de pagar. Utilizando este sistema paramétrico, la empresa asegura que la toma de decisiones se por medio de un solo criterio.

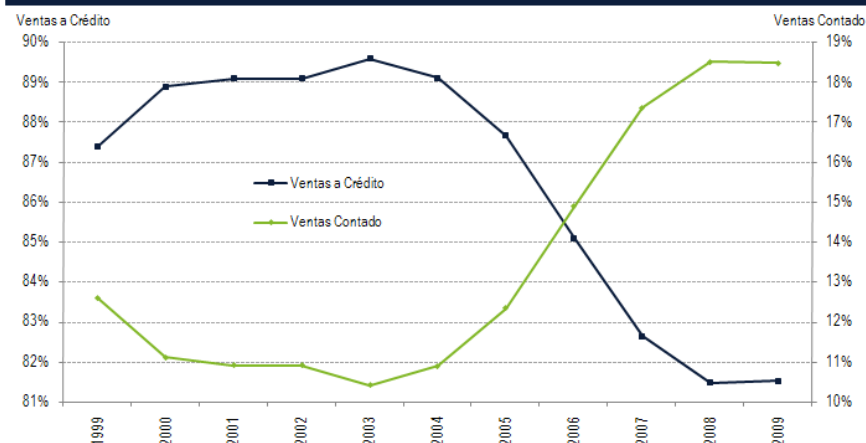
Más del 90% de las autorizaciones de crédito se llevan a cabo de manera inmediata en la tienda por medio del sistema paramétrico, mientras que el restante se autoriza o rechaza en las oficinas centrales de la empresa.

Debido al gran número de clientes y al volumen de la cartera de la empresa, Coppel realiza su propio análisis de crédito y lleva la historia crediticia de todos sus acreditados, la cual contiene datos de alrededor de 15 millones de clientes con historial crediticio y huella digital registrada.

Al 31 de diciembre de 2009 el saldo de la cartera total de créditos era de de \$20.2 miles de millones (mmm), teniendo a esta fecha un total de \$14.9mmm de la división en la Muebles y la división Ropa \$5.2mmm.

En la siguiente gráfica mostramos la evolución que ha tenido las ventas a crédito en la última década, la cual ha ido disminuyendo a lo largo del tiempo, pues en contrapeso, las ventas de contado han aumentado notablemente. En 1999, éstas representaban el 12.6%, y en 2009, el 18.5%. Parte de la explicación a esta situación se debe a las continuas modificaciones que han llevado a cabo en el sistema de originación de créditos para mejorar su calidad, pues la empresa busca otorgar créditos a clientes cuyas probabilidades de dejar de pagar sean mínimas.

Coppel: Evolución de las ventas a crédito



Fuente: HR Ratings de México basado en información proporcionada por la empresa

La venta de artículos a crédito de Coppel incluye un sobreprecio, el cual consiste en aumentar un porcentaje sobre el precio de venta de contado aproximadamente del 30%, dependiendo del comportamiento del cliente por plaza, producto y plazo del financiamiento, una vez descontado el enganche que otorga el cliente. Sobre el monto que resulta, incluido el sobreprecio, se determinan los pagos mensuales fijos de capital e intereses a ser realizados por el cliente, en función del plazo establecido. Es importante aclarar que el sobreprecio que se aplica a la división muebles es diferente a la división ropa, debido a los plazos de crédito con los que cuenta cada división.

Microcréditos

Además de dedicarse a la comercialización de ropa y muebles, con el fin de fomentar el desarrollo de los microempresarios en el país, la empresa tiene celebrado un fideicomiso para el apoyo de micro créditos destinados a sus clientes, cuya finalidad se suscita en otorgar créditos para capital de trabajo con la adquisición de productos o bienes a los clientes de Coppel. Este fideicomiso se fondea con una línea de hasta \$2,500mm de NAFIN y/o aportaciones de la empresa. Al cierre de 2009 la cartera neta de los microcréditos, asciende a \$4,450mm. Los créditos personales son otorgados a los clientes con calificación interna de Coppel de "A", que significa que el cliente tiene más de 75% de eficiencia en sus pagos en los últimos doce meses.

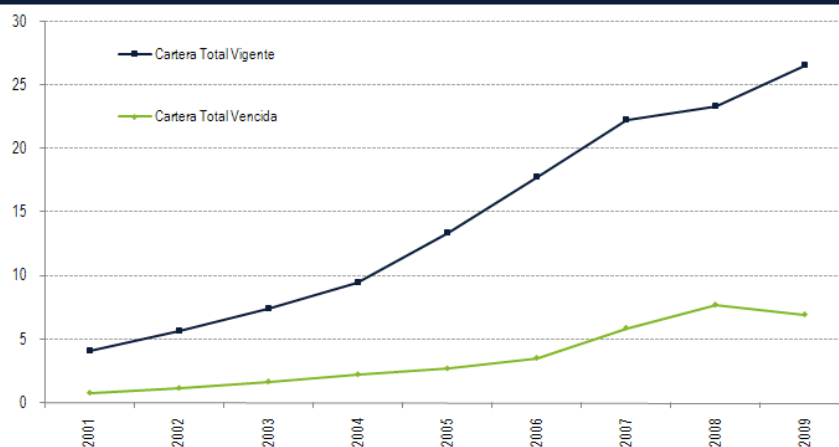
Procedimiento para la autorización de crédito

Desde hace más de 40 años, Coppel, desarrolló un sistema propio de autorización, administración y cobranza de crédito, actualmente apoyado en sus sistemas informáticos como se había mencionado anteriormente.

Coppel consulta dos burós de crédito para la autorización del crédito: Círculo de Crédito y el Buró de Crédito. El análisis del historial en línea permite definir el rechazo o aprobación de crédito, así como una autorización condicionada que implica mayor enganche. Asimismo, el sistema de crédito calcula a los clientes el monto del pago mensual, y es decisión del cliente la periodicidad con la que quiera realizar sus pagos, ya sea semanal, quincenal o mensual.

A continuación se muestra la evolución de la cartera de crédito y las reservas aplicadas.

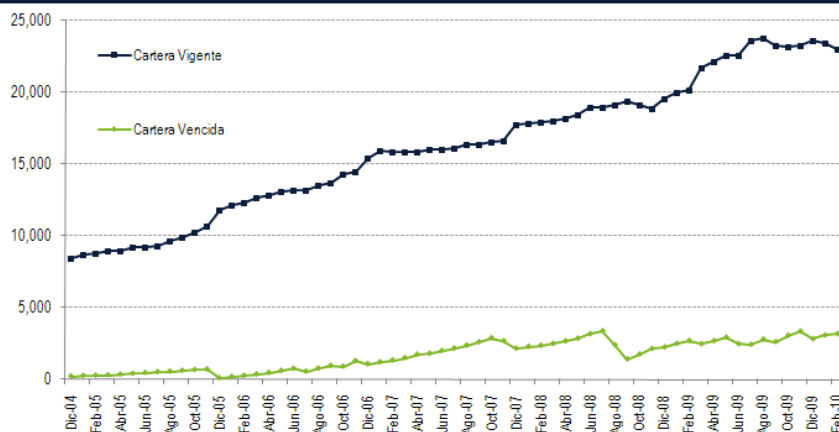
Coppel: Evolución de Cartera de Crédito Total Vigente y Cartera Vencida



Fuente: HR Ratings de México, basado en información proporcionada por el cliente. Las cifras están en miles de millones de pesos.

La evolución de la cartera de crédito de Coppel es similar a aquella de los bancos vinculados a cadenas comerciales, en cuanto a la tendencia que muestran ambas carteras de manera ascendente. Además, el crecimiento en el tamaño del sector es debido a la incorporación paulatina del mercado que se encuentra desatendido por la banca. En sí, las carteras no son comparables ya que Grupo Elektra y Grupo Famsa registran su cartera vencida es por monto total a +90 días y Coppel la registra a +30 días por pagos vencidos. Asimismo, Coppel castiga cartera vencida hasta los 24 meses, a diferencia de los bancos que tienden a castigar antes de los 12 meses. Dentro de los participantes de los bancos vinculados a cadenas comerciales destacan Banco Azteca, Banco Ahorro Famsa, Banco Wal Mart, así como Bancoppel.

Evolución de cartera de crédito de los bancos vinculados a cadenas comerciales



Fuente: HR Ratings de México, basado en información de la CNBV

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

Sistema de Cobranza

Cada cliente recibe un estado de cuenta mensual, el cual es entregado en su domicilio por personal de Coppel. Los clientes que llegan a mostrar atrasos mayores a 30 días en sus cuentas son visitados por un supervisor a su domicilio. El supervisor busca investigar las razones del atraso y obtener el compromiso de un plan de pagos específico que regularice la situación. Cabe destacar, que la empresa no realiza una reestructura del plazo ni del monto, sino acuerda con el cliente la fecha en que va a pagar. El plan acordado es alimentado al sistema de control con objeto de monitorear su cumplimiento. Si la problemática continúa los casos se dirigen a un abogado interno y el siguiente paso se requiere cobranza extrajudicial. Sin embargo, la empresa señala que son créditos promedio de \$3,850 pesos, por lo que la cuenta perdida no representa pérdidas reales en el flujo de Coppel, además de que ésta se cubre con el costo que se le carga al cliente, aunque se mantiene el registro en el sistema por si el cliente, en un futuro, desea realizar una compra y en ese momento se le pide que liquide su deuda registrada a salarios mínimos.

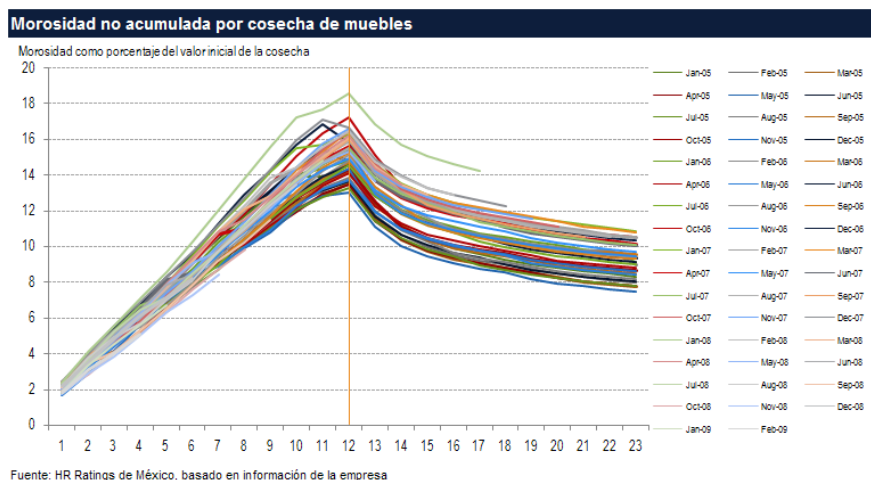
Las compras de artículos de la división muebles son a plazos de 12 mensualidades, mientras que la compra de artículos de la división ropa son a plazos de 5 mensualidades. Sin embargo, el ciclo de cobranza es diferente para ambas divisiones. En el caso de la división muebles, si la cuenta del artículo cumple 24 meses desde el inicio de la venta y no ha sido totalmente liquidado, el saldo pendiente se considera incobrable, y para el caso de la división ropa se considera incobrable cuando cumple 18 meses sin pago desde la última operación, haya sido compra o abono. Para evitar que las mermas económicas afecten la operación de la empresa, Coppel posee reservas para cuentas incobrables, cuyo monto al cuarto trimestre del 2009 era de \$6,956 millones de pesos, lo que se traduce en 96.3% de cobertura de capital incluyendo el sobreprecio. Para el caso de la reserva para cuentas incobrables por venta de artículos de la división de muebles y ropa, ésta se calcula como un porcentaje sobre el crédito concedido, el cual es del 10% y 8%, respectivamente. En el caso de los préstamos en efectivo, el porcentaje es el 8%. Es importante destacar que la empresa cuenta con \$1.04 de capital por cada peso de cartera neta.

En este sentido hacemos mención al análisis de cosechas o *vintage analysis*, donde, a manera de ejemplo, podemos observar qué tan efectiva es la cobranza de Coppel y el comportamiento de los créditos a través del tiempo.

La siguiente gráfica demuestra la morosidad no acumulada por cosecha de división muebles, es decir, la morosidad individual de cada cosecha de crédito a través del tiempo. Es importante señalar que el 97% de la cartera de créditos de muebles es a un plazo máximo de doce mensualidades, el resto es a 18 meses, así como el periodo máximo de

cobranza que tienen para los artículos de esta división es de 24 meses, es decir, los créditos se castigan a los 24 meses.

La siguiente gráfica es representativa y el objetivo es indicar la tendencia que adquiere la morosidad a partir del doceavo mes.



En la gráfica se muestra la morosidad como porcentaje del valor inicial de la cosecha, en el sentido de poder apreciar el efecto de la cobranza a partir del 12º mes. Partimos de la base donde el área de cobranza tiene un máximo de 24 meses para que los créditos originados puedan ser liquidados, sin importar el mes en el que sea originado, sino el periodo de cobranza por el que pudiera pasar antes de convertirse en una cuenta incobrable.

Podemos observar que la morosidad se da a partir del primer periodo de pago y va creciendo conforme van pasando las mensualidades, hasta llegar a un punto máximo a los 12 meses (marcado con la línea vertical naranja), pues este es el plazo máximo de mensualidades que la empresa otorga a la división muebles y significa que la morosidad máxima que alcanza la cartera de muebles oscila entre un 13% y 17% del valor original de la cosecha. De este punto en adelante, Coppel otorga otros 12 meses para intentar recuperar algunos créditos antes de castigar su cartera, lo que le da un periodo más largo para recuperar cobranza antes de pasar los créditos a cuentas incobrables. De este modo, la morosidad al final de la cosecha se centra en porcentajes que van del 7% al 11% del valor inicial de la cosecha.

En el supuesto caso de que Coppel migrara la originación de créditos a una operación bancaria, como lo hacen sus competidores, la cartera sería castigada como máximo a los 12 meses y las pérdidas resultantes fluctuarían entre el 13% y 17%. La cartera vencida de muebles en los últimos dos años oscila entre 26% y 32%.

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

Por otro lado, Coppel cuenta con una política de pago anticipado, con la cual premia a los clientes que realizan estos pagos, bonificándoles los intereses que se hubieran generado hasta el vencimiento de la operación.

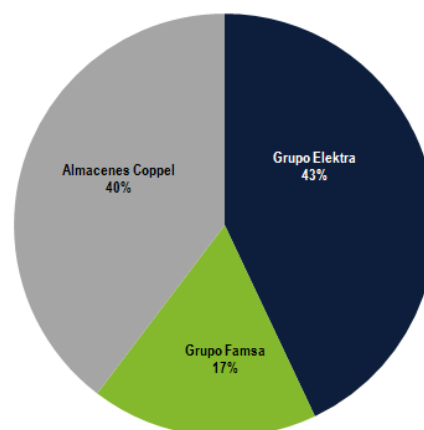
La actividad crediticia que realiza la compañía, merece una especial atención en nuestras proyecciones financieras, así como en nuestra calificación.

Competencia y Entorno de la Industria

El sector comercial al que se dirige la empresa es altamente competitivo tanto a nivel nacional como a nivel internacional. En México, Coppel se enfrenta con grandes competidores que compiten por el mismo nicho de mercado, entre los cuales podemos destacar Grupo Elektra y Grupo Famsa, así como tiendas detallistas locales independientes, o bien en ciertos artículos como muebles o ropa con tiendas departamentales como Liverpool y el Palacio de Hierro, aunque el enfoque del nicho de mercado de estos últimos sea diferente al de Coppel.

A finales de 2009, la empresa contaba con 814 tiendas en sus tres diferentes formatos Coppel a lo largo de la República Mexicana, y éstos, comparados con sus dos competencias más cercanas, demuestran la siguiente participación del mercado, en donde podemos observar una mayor equidad con Grupo Elektra, que aquella que se percibe en comparación con Grupo Famsa.

Participación en número de tiendas al 31 de diciembre de 2009 a nivel Nacional



Fuente: HR Ratings de México con información de los reportes de las empresas

Es importante señalar que, en cuanto a metros cuadrados, Coppel cuenta con más espacio que Grupo Elektra, ya que Coppel maneja la venta de ropa y no únicamente muebles.

El entorno macroeconómico en el que se desenvuelve la empresa en su totalidad es importante para identificar factores cualitativos que pudieran afectar de manera positiva y/o negativa nuestras proyecciones.

Asimismo, se pueden utilizar indicadores de la economía para tratar de determinar las expectativas para el negocio comercial y financiero. De manera general se pueden consultar las estadísticas del empleo, la confianza del consumidor, crédito al consumidor y, adicionalmente, se pueden utilizar las estadísticas de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD).

Empleo

La Tasa de Desocupación Nacional de la población económicamente activa, en términos desestacionalizados, a nivel nacional se situó en 4.85%, lo cual muestra que en el mes de marzo, la tasa disminuyó 32 puntos base en comparación con el mes anterior, donde se situó en 5.17%. En comparación con el año anterior, la tasa se ubicó en 4.76%, porcentaje menor al observado en el 2010, sin embargo, ha continuado la tendencia de disminución del desempleo, lo que puede traducir en las condiciones laborales han mejorado desde que pasó la crisis económica. En la siguiente gráfica podemos observar que en el primer semestre del año pasado se tuvieron las tasas más altas y que en el primer trimestre de este año, la tendencia continua a la baja.

Tasa de Desempleo Nacional: Ajustada por la Estacionalidad



HR Ratings de México con información de INEGI

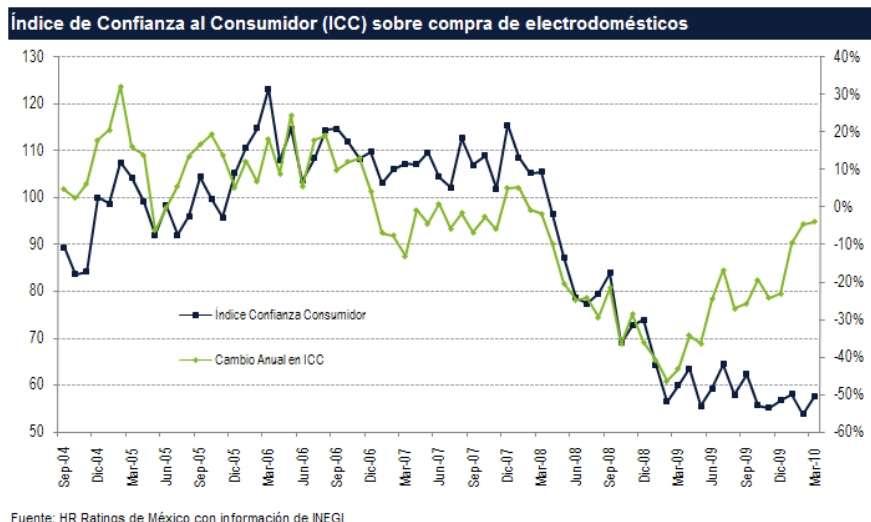
Confianza del Consumidor

Un elemento que consideramos importante para el sector comercial es el Índice de Confianza del Consumidor (ICC General), que de alguna manera refleja la percepción de la gente sobre la economía general y sobre su situación personal o familiar en referencia a la adquisición de bienes duraderos.

Al mes de marzo de 2010, estos indicadores presentan un cambio en la tendencia descendente, lo que se puede traducir en un signo de percepción de consolidación y, posteriormente, esperar un crecimiento económico hacia finales del 2010. De hecho, podemos hablar específicamente sobre el indicador del ICC de bienes duraderos, donde los encuestadores consultan lo siguiente:

“Comparando la situación económica actual con la de hace un año ¿Cómo considera en el momento actual las posibilidades de que usted o alguno de los integrantes de este hogar realice compras tales como muebles, televisor, lavadora, otros aparatos electrodomésticos, etcétera?”

A continuación presentamos la evolución de ambos indicadores, se puede observar una posible estabilidad en la evolución de la confianza al moverse lateralmente dentro de un rango que se ubica entre los 50 y 65 puntos.



Evolución del Comercio

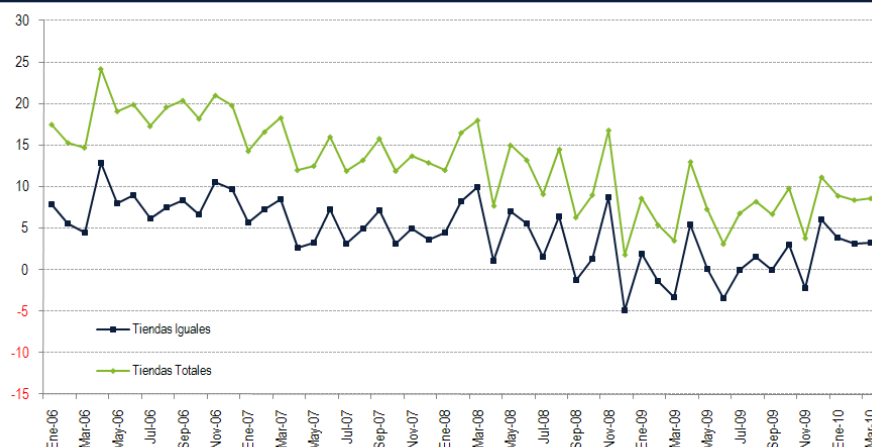
De acuerdo con las estadísticas de la ANTAD, la evolución del segmento de mercancías generales para tiendas de autoservicio, tales como aparatos electrodomésticos, muebles, electrónica, video, celulares, línea

blanca, etc., se puede apreciar en la siguiente gráfica, donde se muestra una tendencia descendente en la tasa de crecimiento anual tanto en las ventas en tiendas iguales así como en tiendas totales.

Se entiende por ventas a tiendas iguales aquellas que tienen más de un año de operación, excluyendo las ventas de las nuevas tiendas (menores a un año de operación) y que son comparables con periodos anteriores. Las ventas a tiendas totales se refieren a todas las tiendas, es decir, ya incorporan las aperturas de tiendas cuya operación es menor a un año.

Este indicador reaccionó de manera similar a la confianza del consumidor, donde se perciben caídas fuertes hasta diciembre de 2008, y posteriormente se aprecia una ligera tendencia a la alza, hasta llegar a un nivel relativamente estable.

Evolución del Índice General de la ANTAD



Fuente: HR Ratings de México con información del ANTAD

Deuda y Calendario de Pagos

Al 31 de diciembre de 2009, la empresa contaba con una estructura de pasivos relativamente balanceada, cuyo monto total es de \$8,324 millones de pesos (mm)

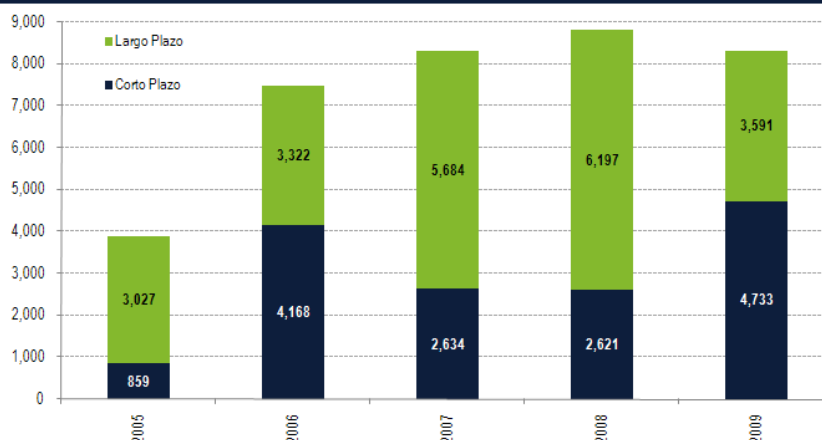
Una porción importante de la deuda que tiene está contratada a largo plazo como los Certificados Bursátiles (CEBURS) "ALMACO 07" y "ALMACO 07-2", por \$1,000mm y \$2,000mm vencen en 2017 y 2014 respectivamente. Sin embargo, hay una mayor porción por la parte del corto plazo, pues el monto de la deuda asciende a los \$4,733mm.

En la siguiente gráfica podemos observar que el cambio en las proporciones de la deuda es a raíz de los próximos vencimientos en los siguientes doce meses de emisiones bursátiles por un monto total de \$2,250mm, por lo que la empresa posiblemente necesite refinanciar los

vencimientos de los Certificados Bursátiles “ALMACO 06” por \$ 750mm en junio 2010, así como el vencimiento de “ALMACO 05” por \$1,500mm en diciembre de 2010. El otro monto relevante en el corto plazo es una línea revolvente que la empresa mantiene con Nafin por un monto de \$2,200mm, la cual se renueva automáticamente.

En el ejercicio de no tomar en cuenta esta línea Nafin en el perfil de deuda de corto plazo, la proporción de largo y corto plazo sería a razón del 73% y 27%, respectivamente.

Perfil histórico de la deuda a Corto y Largo Plazo



Fuente: HR Ratings de México, basado en información proporcionada por el cliente

Considerando el efectivo disponible a la misma fecha por \$1,263mm, la deuda neta de la empresa se ubica en \$7,061mm, \$341mm menos que el año anterior, donde se ubicó en \$7,402mm.

A continuación mostramos la tabla de vencimientos de los instrumentos que tiene contratados actualmente Coppel.

	Ref.	Línea de Crédito (000,000)	Vencimiento	TIE +	Tasa Fija %	Mar-10	Jun-10	Sep-10	Dec-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dec-12
Prestamos Bancarios CP																	
Nafin*	Pesos	2,200	Jun-11	2.00		550	550	550	550	550	550	550	550	550	550	550	550
HSBC	Pesos	200	May-10			180											
Certificados Bursátiles																	
Almaco 05	Pesos	1,500	Dec-10	1.05					1,500								
Almaco 06	Pesos	750	Jun-10	0.80			750										
Almaco 07	Pesos	1,000	May-17		8.95												
Almaco 07-2	Pesos	2,000	May-14	0.60													
Obligaciones Capitalizables Forzosa																	
Almaco 98U	UDIS	140.480	Jan-13		9.25	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Almaco 99U	UDIS	90.000	Mar-13		9.25	7	7	7	7	7	7	7	7	6	6	6	6
Almaco 00U	UDIS	56.000	Jan-13		9.50	6	6	6	6	6	6	6	6	5	5	5	5
Creditos Simples																	
Bancomer	Pesos	39	Nov-10	1.09		11	11	11	7								
Bancomer	Pesos	50	Dec-11	1.08		6	6	6	6	6	6	6	6				
Bancomer	Pesos	137	May-13	1.45		10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Total Amortizaciones						757	1,327	577	2,073	566	566	566	566	560	560	560	560
Total Amortizaciones sin Nafin						207	777	27	1,523	16	16	16	16	10	10	10	10
Total Capitalización						20	20	20	20	19	19	19	19	18	18	18	18

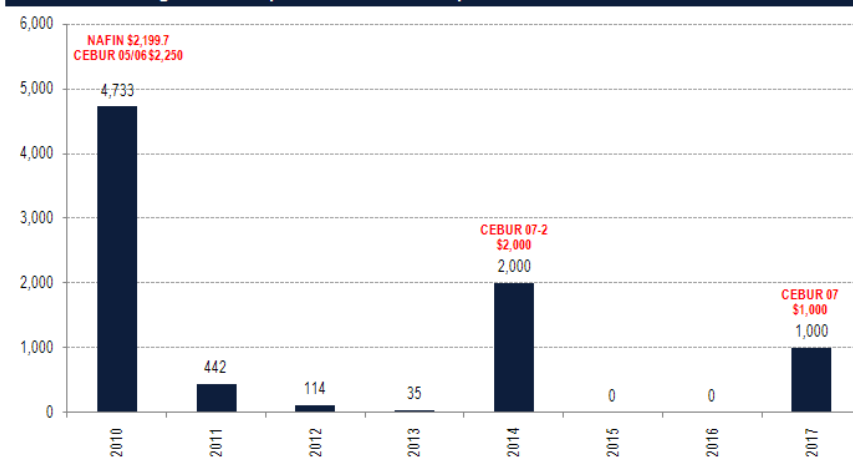
Fuente: HR Ratings de México, basado en información proporcionada por la empresa.

*Nafin es una línea revolvente de hasta \$2,500 millones de pesos.

* El préstamo de Nafin, es una línea de crédito revolvente con disposiciones múltiples, que se pagan 18 meses después de la disposición y se renuevan prácticamente en automático. Los fondos de esta línea se utilizan para el fondeo de los microcréditos.

La siguiente gráfica muestra el calendario de pagos tanto de la deuda bancaria como de la deuda bursátil, incluyendo vencimientos a largo plazo que exceden nuestro horizonte de proyección.

Calendario de Pagos de la empresa en millones de pesos



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

Tomando en cuenta la estructura financiera y el calendario de pagos, comparado con los flujos de efectivo de nuestra proyección, podemos concluir que la empresa requiere de refinanciar una porción importante de los vencimientos a corto plazo específicamente en el segundo trimestre de 2010 y en el cuarto trimestre de 2010.

La empresa cuenta con distintas opciones de refinanciamiento, dentro de las que podemos mencionar una eventual emisión de deuda de largo plazo, un crédito sindicado con instituciones financieras nacionales, entre otras opciones. Actualmente se encuentra en negociaciones para el refinanciamiento del corto plazo, entre los que se encuentran una línea de crédito y la emisión del Programa de Certificados Bursátiles de Corto Plazo, por un monto de \$2,000mm.

Ahora bien el monto de las líneas de crédito bancarias no dispuestas al 27 de abril de 2010 equivale a \$1,144 mm, cantidad suficiente para cubrir los requerimientos de efectivo en el corto plazo.

Líneas de crédito disponibles		
Banco	Línea (000,000)	Vencimiento Línea
BANAMEX	700	31-Aug-10
SANTANDER	250	19-Jun-11
BANREGIO	50	Oct-10
BANCOPPEL	144	20-Apr-11
TOTAL	1,144	

Fuente: HR Ratings basado en información proporcionada por la empresa

Las líneas de crédito bancarias que están vigentes tienen diversas fechas de vencimiento, pero la más importante es de \$700m y está vigente hasta finales de agosto de 2010. Para ese entonces, la empresa ya debería tener un plan de refinanciamiento estructurado.

Las obligaciones de pago de 2010, excluyendo el fideicomiso NAFIN, ascienden a \$2,534mm que, comparado al flujo de efectivo estimado para ese mismo año que asciende a \$1,923mm, esta cantidad resulta inferior a las obligaciones financieras. Adicionalmente, se debe tomar la salida del dividendo por \$1,300mm e inversiones en CAPEX por \$1,000mm, lo anterior acumula un déficit de \$1,960mm, cantidad que debe ser cubierta por líneas de crédito adicionales y la estabilidad financiera de la empresa dependerá del refinanciamiento.

El pago de dividendos puede ser una variable de ajuste para el cumplimiento de las obligaciones financieras la empresa. Sin embargo, este riesgo también los consideramos en nuestra calificación. La política de dividendos es decretar hasta el 35% de las utilidades del año inmediato anterior.

Otra variable para obtener recursos adicionales se puede implementar al reducir las disposiciones de microcréditos, con ello se podrían generar recursos para cubrir faltantes eventuales, como punto de comparación la cobranza neta promedio mensual de 2009 fue de \$580mm, excluyendo el fondeo de Nafin. Esta variable de ajuste causa el efecto de acumulación de efectivo y, con ello, la empresa podría hacer frente a sus obligaciones financieras de corto plazo. Como resultado de esta maniobra de ajuste no recurrente, medimos la razón de liquidez de Coppel de manera histórica y proyectamos para los próximos tres años para ubicar los niveles en los que se encuentra la empresa.

Razón de liquidez histórica y en proyección



Fuente: HR Ratings de México Proyecciones

Anteriormente, la liquidez de Coppel se ha ubicado por encima de 2.7x, situación que le favorece en situaciones económicas adversas. En nuestra proyección, estimamos que el punto más bajo en el escenario base es de 2.61x, mientras que en el escenario estrés es de 2.54x, con una recuperación paulatina hasta llegar a niveles de 3.28x y 2.92x, respectivamente en cada escenario. Estos niveles se encuentran por debajo del 3.37x alcanzado en el primer trimestre del 2005.

Cabe señalar que la empresa no tiene una alta dependencia hacia su inventario, pues si considera la prueba del ácido vemos que los niveles históricos se ubican por encima de las 2.1x, mientras que en nuestra proyección estimamos que en el escenario base esté por encima de 2.02x y en el escenario de estrés de 1.97x, hasta repuntar a finales del 2012 en 2.57x y 2.26x, respectivamente.

Prueba del Ácido histórica y en proyección



Fuente: HR Ratings de México Proyecciones

Resultados del 2009

A pesar del difícil entorno macroeconómico que se vivió durante 2009, Coppel reportó buenos resultados. La utilidad neta avanzó 23% de \$3,412 millones de pesos (mm) en 2008 a \$4,216mm en 2009. La utilidad bruta de operación del negocio de ventas de mercancía (básicamente muebles y ropa, incluyendo en la segunda otros bienes de consumo) aumentó un 16.4% para llegar en 2009 a \$17,094mm. Esto no incluye las estimaciones para cuentas dudosas que se presenta como gastos de administración. Incluyendo las estimaciones, la utilidad bruta todavía subió un fuerte 13.6%. Por el lado negativo, la operación de microcréditos tuvo un desempeño negativo cayendo 40%, justificándose en buena parte por el fuerte incremento en las estimaciones para riesgo de crédito. Es importante señalar que el negocio de microcréditos es de menor importancia contra el de mercancía. En 2009, la utilidad bruta del negocio de mercancía, menos las estimaciones, alcanzó \$13,853mm contra \$1,102mm para microcréditos.

Durante 2009, las estimaciones para cuentas dudosas cargadas a los resultados subieron un porcentaje bastante fuerte del 30%. Este aumento fue encima de un incremento en la misma provisión por 32% en 2008. Pero en buena medida el incremento en 2009 de la provisión tuvo el efecto de fortalecer el balance debido a que la razón de cobertura de las estimaciones a la cartera vencida llegó a 94% al final de 2009 contra 73% el año anterior y un similar 74% en 2007. De hecho, estimamos que la nueva cartera vencida generada durante 2009 sea menor en 24% contra nuestra estimación para 2008. En cuanto a la cartera vigente, este creció en 18% al final del 2009, indicando un buen flujo de efectivo por cobranza durante 2010.

En cuanto a los microcréditos, la situación es más complicada. Los castigos casi se duplicaron durante 2009, mientras que las estimaciones cargadas a resultados subieron el 52%. Por el lado positivo, estas acciones tuvieron el efecto de elevar el nivel de cobertura de reservas a cartera vencida de 64% al final de 2008 a 119% al final de 2009. Adicionalmente, el incremento en el nivel de provisiones de 52% se debe en buena parte a una inadecuada reserva construida sobre créditos de 24 meses de antigüedad. Entendemos que la empresa está tomando medidas más conservadoras en el otorgamiento de crédito en vista del actual entorno macroeconómico que se percibe como complicado. Además, al mejorar el nivel de cobertura, estimamos que la generación de nueva cartera vencida durante 2009 sea 60% por debajo del estimado durante 2008. Por su parte, la carrea vigente al final de 2009 fue 52% mayor que al final de 2008.

El informe dictaminado, emitido por el auditor de la empresa, contiene un análisis del flujo de efectivo del 2009 y 2008, que funge más bien como un reporte de fuentes y usos de recursos (Anexo 2), más que como un estado de flujo de efectivo en sí. Si comparamos las cifras entre estos años, podemos observar que el flujo neto de efectivo de Actividades de Operación fue negativo en \$181mm durante 2009 contra un flujo positivo de \$3,060mm durante 2008; mientras que el flujo neto de efectivo de las Actividades de Inversión muestran un fuerte incremento durante 2009 al tener \$1,713mm contra un flujo negativo de \$2,229mm en 2008.

Es importante considerar que los flujos representados en las dos actividades reflejan el impacto de cambios en préstamos con compañías relacionadas. Las operaciones con partes relacionadas exageran el deterioro en las Actividades de Operación, mientras inflan la mejora en Actividades de Inversión. El impacto de las operaciones con partes relacionadas está neutralizado en el total de los flujos por actividades de operación y de inversión (*"Excedentes de efectivo para aplicar en actividades de financiamiento"*). En este aspecto, los números son positivos mostrando un excedente por \$1,532mm en 2009 contra un déficit de \$831mm en 2008.

En lo que refiere a las Actividades de Operación, estimamos que quitando el efecto de las compañías relacionadas (reflejado en el *Pago de Pasivos* por \$1,942mm), la operación muestra un flujo positivo de \$1,761mm, comparados con el flujo negativo de \$181mm expresado en el dictaminado.

Siguiendo este análisis, las Actividades de Inversión muestran una menor salida de efectivo que en el 2008, por \$229mm contra la salida de \$2,229mm en 2008. Si restamos \$1,942mm de *Cobros en efectivo de préstamos otorgados a compañías relacionadas*, terminamos con un flujo neto por operaciones con compañías relacionadas únicamente de \$48mm positivos.

La reducción en la salida de efectivo en las Actividades de Inversión se debe en parte a que la empresa realizó menos inversiones que el año anterior, pues la adquisición de mobiliario y equipo fue 20% menor que en el 2008. De igual modo, la entrada por \$48m en operaciones de compañías relacionadas en 2009 se compara favorablemente con la salida por concepto de préstamos con partes relacionadas y otros no relacionados con la operación de \$853mm.

Finalmente, en términos netos, la empresa pagó un dividendo por \$758mm en 2009.

En el efecto neto de estas operaciones y de la baja necesidad de la empresa de gastar tanto, observamos que el flujo neto de las actividades de operación fue menor que en el año pasado, pero las actividades de inversión muestran una menor salida por \$2,000mm, lo que casi duplica el efecto positivo en las Actividades de Financiamiento al tener \$1,532mm para aplicarse, contra \$831mm del año anterior. El flujo de efectivo al final del periodo del año anterior fue de \$1,263mm, 10.8% menos que en el 2008.

Proyecciones Financieras

Escenario base

La actividad comercial y de servicios financieros de COPPEL están vinculados principalmente al desempeño de consumo interno. Existen diversas variables macroeconómicas que pueden sugerir un bajo crecimiento durante 2010, y parte del 2011 (especialmente en la venta de muebles). Para el 2010 debe considerarse la idea de un primer semestre fácil de superar comparativamente, ya que el primer semestre de 2009 fue relativamente débil por los efectos de la emergencia sanitaria.

Actividad Comercial

Dentro de la actividad comercial y tomando en cuenta los planes de incrementar su plataforma de tiendas en 50 tiendas Coppel y 30 tiendas Coppel-Canadá por año, así como las el entorno actual, con indicadores macroeconómicos erráticos, esperamos crecimientos moderado en 2010 y parte del 2011, para tener un repunte en 2012.

Durante nuestro periodo proyectado, estimamos crecimientos nominales promedio de 13.3% para el periodo proyectado de 2010 al 2012. El crecimiento se sustenta en una base estable de clientes, el crecimiento del piso de ventas de 5.6% al año. Como punto de comparación el crecimiento observado de 2006 a 2009 fue de 15.3%. Asimismo se tomó en cuenta para el crecimiento de los ingresos que actualmente se puede apreciar una disminución en la tasa de desempleo de niveles de 6.1% a 4.8%, y se espera que mejore en el largo plazo, así como un indicador de

confianza al consumidor que se aprecia más estable y sobre el cual aún falta una recuperación en el mediano y largo plazo.

Cabe señalar que si se toma en cuenta la mezcla histórica de las ventas al contado y a crédito, la mayor porción son a crédito, otorgado por COPPEL, una actividad de financiamiento al consumo. En el caso de la división muebles, el promedio de los últimos cuatro años de ventas a crédito fue de 87% y en el caso de la división ropa de 67%.

Actividad de Financiamiento

Además de las ventas a crédito originadas en la plataforma comercial, Coppel efectúa servicios de financiamiento al consumidor. Sus operaciones por este concepto, alcanzaron un saldo en cuentas por cobrar al cierre de 2009 de \$6,424mm y en total la cartera de crédito, incluyendo la cartera originada en la plataforma comercial de \$20,192mm, alcanza niveles de \$26,616mm.

Ahora bien, respecto de la evolución de esta actividad estimamos que los préstamos personales crezcan aproximadamente un 8% anual promedio durante el período proyectado, por una política más estricta de crédito por parte de la empresa, la tasa promedio de crecimiento de 2008 y 2009 fue de 9.5% anual.

Se estima que las reservas de créditos, equivalente al 10% de capital en intereses de los montos financiados, serán suficientes para cubrir el castigo de cuentas que se espera del orden 5% al 6.5%.

Márgenes de operación

Respecto a la evolución de los márgenes de operación de la actividad combinada comercial y financiera de Grupo Coppel, se tomó en cuenta que pueden mantenerse estables al inicio de la proyección e iniciar una recuperación hacia finales de 2011 y durante todo el 2012. Sin embargo, pensamos que dentro de los márgenes se debe tomar en cuenta una porción de variables que representa los costos de cobranza y de las reservas de las carteras de crédito.

En este sentido, esperamos un margen de operación similar al observado en 2009 de 13.52%, con un nivel de 13.53% para 2010. En adelante, estimamos una recuperación en el margen para alcanzar 14.35% y 14.14% para 2011 y 2012, respectivamente.

Por lo que se refiere al Flujo Libre de Efectivo (FLE), estimamos que la capacidad de generación de efectivo es aproximadamente de \$2,445mm en promedio anual. Sin embargo, los montos estimados para CAPEX y dividendos, disminuyen esta cantidad. Por ejemplo, en 2010 estimamos un FLE de \$1,923mm menos el CAPEX y el pago de dividendo llevan

este monto a \$-374mm. Este déficit deberá ser cubierto por la contratación de deuda nueva y adicionalmente la empresa tendrá que cubrir un vencimiento de \$2,530mm.

Bajo estas condiciones, la capacidad de la empresa de cumplir con sus obligaciones financieras bajo este escenario, dependen de que la empresa pueda obtener refinanciamientos y reestructurar sus vencimientos a mayores plazos.

Estimamos que existe una alta posibilidad de que la empresa pueda reestructurar su deuda contratada y en adelante destine menos recursos al pago de dividendos para hacer frente a sus obligaciones financieras.

Sin embargo, en tanto la empresa no logre concretar un plan de refinanciamiento, este riesgo se considera en nuestra calificación, tanto de corto como de largo plazo.

En las siguientes tablas podemos observar un resumen del desglose de operaciones y de cuentas por cobrar, incluyendo proyecciones en el periodo proyectado de 2010 a 2012, para división muebles, ropa y microcréditos.

Desglose de Operaciones					
	2008	2009	2010	2011	2012
Ventas Netas					
de muebles	20,925	22,659	24,473	26,824	30,579
de ropa	10,660	13,057	15,459	18,075	21,018
Comisiones y otros	1,992	1,948	1,948	1,948	1,948
Sub-total	33,576	37,665	41,880	46,847	53,546
Costo de Ventas (Muebles y Ropa)	(18,847)	(20,458)	(24,272)	(27,208)	(31,120)
Utilidad Bruta (Muebles y Ropa)	14,729	17,207	17,608	19,639	22,425
Margen Bruto	43.9%	45.7%	42.0%	41.9%	41.9%
Intereses de Microcréditos, neto	2,889	2,700	3,657	4,413	5,148
Estimaciones	(1,052)	(1,598)	(664)	(865)	(1,102)
Utilidad Bruta Microcréditos	1,837	1,102	2,993	3,548	4,046
Ingresos Totales	36,465	40,365	45,537	51,260	58,693
Costo de Ventas	(19,899)	(22,056)	(24,936)	(28,074)	(32,222)
Utilidad Bruta de Operación	16,566	18,309	20,601	23,187	26,472

Fuente: HR Ratings de México proyecciones y de la empresa

Desglose de Cuentas por Cobrar					
	2008	2009	2010	2011	2012
Muebles					
Vigente	9,669	11,088	11,455	12,522	14,164
Vencida	4,133	3,847	4,455	4,631	4,977
Total	13,802	14,934	15,910	17,153	19,140
Reservas	2,766	3,633	4,009	4,168	4,479
Neta	11,036	11,301	11,901	12,985	14,662
Ropa					
Vigente	2,908	3,804	4,407	5,146	5,797
Vencida	1,457	1,454	1,886	2,001	2,368
Total	4,364	5,258	6,293	7,147	8,165
Reservas	1,287	1,352	1,735	1,841	2,178
Neta	3,077	3,906	4,558	5,306	5,986
Microcréditos					
Vigente	3,126	4,770	5,837	6,898	7,887
Vencida	2,134	1,654	1,308	917	386
Total	5,260	6,424	7,145	7,815	8,273
Reservas	1,360	1,972	1,518	999	398
Neta	3,900	4,452	5,627	6,815	7,875
Gran Total					
Vigente	15,703	19,662	21,699	24,566	27,848
Vencida	7,724	6,954	7,649	7,549	7,731
Total	23,427	26,616	29,348	32,115	35,579
Reservas	5,413	6,957	7,262	7,009	7,055
Neta	18,013	19,660	22,086	25,106	28,523

Fuente: HR Ratings de México proyecciones y de la empresa

Los niveles de cartera vencida sobre la cartera total de la división muebles en promedio en el periodo proyectado de 2010 a 2012 es de 27%, de la división ropa es de 29% y de microcréditos de 12%. Estos niveles se comparan con el escenario de estrés, los cuales se ubican en 29%, 31% y 15%, respectivamente.

Escenario de Estrés o de baja actividad

Para el proceso de análisis del escenario de estrés, consideramos nombrarlo también como un escenario de baja actividad, dado que es una empresa intensiva en capital de trabajo y por lo tanto, el estrés efectuado sobre el escenario base no se enfoca únicamente al crecimiento en ventas, sino considera la afectación de otras variables para crear un escenario económico adverso.

Como mencionamos anteriormente, la empresa es intensiva en capital de trabajo, debido a que casi el 80% de las ventas son a crédito, y los plazos van de 5 meses en ropa a 12 meses en muebles, lo cual implica que la empresa tiene que pagar a sus proveedores las mercancías antes de que pueda cobrar el total de la cuenta por cobrar. Otro elemento importante del capital de trabajo es el monto de las cuentas por cobrar por sí mismas. La mezcla de todos los componentes del capital de trabajo, requieren de inversiones en el escenario base de \$11,022mm en los 3 años proyectados y en el escenario de baja actividad de \$6,729mm. Este diferencial genera un margen de maniobra para la empresa y beneficio en el corto plazo en el flujo de efectivo.

Bajo este escenario, proyectamos con un crecimiento nominal de ventas de 7.4% promedio anual, que resulta conservador si de toma en cuenta la expansión del 5.6% del piso de ventas.

Respecto a los márgenes de operación, esperamos una reducción de 240 puntos base respecto al escenario base, lo cual impacta en una reducción nominal entre ambos escenarios en la utilidad de operación 25% inferior en promedio al año.

En referencia a la tasa de impuestos, bajo un escenario de mayor estrés estimamos un incremento de 24% a 28% para simular un escenario económico adverso.

Respecto a la actividad de financiamiento, proyectamos una menor eficiencia en la cobranza y bajamos 1% la relación de cobranza contra cuentas por cobrar. Asimismo, incrementamos los castigos de cartera 1%, lo cual fue un elemento que impactó la utilidad y margen de operación en los niveles antes descritos.

Bajo este escenario se contempla el pago de dividendos de hasta el 17.5% de la utilidad del año inmediato anterior, que equivalen a \$1,578mm en 2011 y 2012.

Tomando en cuenta todo lo anterior, el FLE es inferior en promedio anual en \$608mm, al del escenario base durante los 3 años proyectados y en promedio genera \$2,243mm. Consideramos que con esta generación de efectivo la capacidad de pago inclusive bajo este escenario adecuada inclusive bajo un escenario de estrés y le permite a la empresa solventar sus obligaciones en un plazo razonable de tiempo.

Sin embargo la estructura de deuda y vencimientos en el corto plazo, genera un riesgo moderado de refinanciamiento que fue considerado en nuestra calificación.

De igual manera, presentamos un breve resumen de cómo lucen en resumen las operaciones y cuentas por cobrar bajo un escenario de menor actividad económica.

Desglose de Operaciones en Escenario de Baja Actividad					
	2008	2009	2010	2011	2012
Ventas Netas					
de muebles	20,925	22,659	23,567	24,656	26,136
de ropa	10,660	13,057	14,355	15,500	16,674
Comisiones y otros	1,992	1,948	1,948	1,948	1,948
Sub-total	33,576	37,665	39,870	42,105	44,758
Costo de Ventas (Muebles y Ropa)	(18,847)	(20,458)	(23,716)	(25,093)	(26,702)
Utilidad Bruta (Muebles y Ropa)	14,729	17,207	16,154	17,012	18,056
Margen Bruto	43.9%	45.7%	40.5%	40.4%	40.3%
Intereses de Microcréditos, neto	2,889	2,700	3,561	4,116	4,563
Estimaciones	(1,052)	(1,598)	(992)	(1,249)	(1,475)
Utilidad Bruta Microcréditos	1,837	1,102	2,568	2,867	3,087
Ingresos Totales	36,465	40,365	43,430	46,221	49,321
Costo de Ventas	(19,899)	(22,056)	(24,708)	(26,342)	(28,178)
Utilidad Bruta de Operación	16,566	18,309	18,722	19,879	21,143

Fuente: HR Ratings de México proyecciones y de la empresa

Desglose de Cuentas por Cobrar en Escenario de Baja Actividad					
	2008	2009	2010	2011	2012
Muebles					
Vigente	9,669	11,088	11,192	11,745	12,399
Vencida	4,133	3,847	4,571	4,797	5,065
Total	13,802	14,934	15,763	16,543	17,464
Reservas	2,766	3,633	4,297	4,558	4,811
Neta	11,036	11,301	11,466	11,985	12,653
Ropa					
Vigente	2,908	3,804	3,994	4,125	4,373
Vencida	1,457	1,454	1,712	1,853	1,965
Total	4,364	5,258	5,705	5,979	6,337
Reservas	1,287	1,352	1,592	1,724	1,827
Neta	3,077	3,906	4,114	4,255	4,510
Microcréditos					
Vigente	3,126	4,770	5,525	6,356	6,810
Vencida	2,134	1,654	1,031	980	1,271
Total	5,260	6,424	6,556	7,336	8,080
Reservas	1,360	1,972	1,196	1,068	1,309
Neta	3,900	4,452	5,360	6,268	6,771
Gran Total					
Vigente	15,703	19,662	20,711	22,226	23,582
Vencida	7,724	6,954	7,314	7,631	8,300
Total	23,427	26,616	28,025	29,857	31,882
Reservas	5,413	6,957	7,085	7,349	7,947
Neta	18,013	19,660	20,940	22,508	23,934

Fuente: HR Ratings de México proyecciones y de la empresa

Anexo 1 - Estados Financieros

ALMACO Escenario Base: Estado de Resultados en Pesos Nominales (m)					
	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Ventas Netas	36,567	40,250	45,537	51,260	58,693
Costo de bienes vendidos (efectivo)	20,045	22,054	24,936	28,074	32,222
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	16,521	18,196	20,601	23,187	26,472
Gastos de Operación	10,889	12,389	13,966	15,356	17,681
UOPADA (EBITDA)	5,632	5,807	6,634	7,830	8,791
Depreciación y Amortización	320	367	396	421	446
Utilidad Operativa	5,313	5,441	6,239	7,409	8,344
Otros Ingresos y (gastos) netos	(497)	(443)	(516)	(619)	(704)
Otros Ingresos generales y (gastos) netos	47	57	57	58	58
PTU Causado	412	462	535	636	717
PTU Diferido	132	39	39	40	45
Utilidad de Operaciones Normales	4,816	4,997	5,723	6,791	7,640
Resultado Integral de Financiamiento	(157)	338	74	318	522
Intereses Pagados	752	437	578	550	581
Utilidad (Pérdida) en Actualiz. de UDIS	(32)	(19)	0	0	0
Otros Gastos Financieros	67	7	5	5	5
Ingresos por Intereses	683	774	657	874	1,109
Ingreso Financiero Neto	(168)	311	74	318	522
Resultado Cambiario	11	27	(0)	0	0
Resultado por posición monetaria	0	0	0	0	0
Utilidad después del RIF	4,660	5,335	5,797	7,109	8,163
Participación en Subsidiarias no Consolidadas	0	0	0	0	0
Utilidad antes de Impuestos	4,660	5,335	5,797	7,109	8,163
Impuestos sobre la Utilidad	1,247	1,194	1,391	1,706	1,959
Impuestos Causados	1,033	1,242	1,152	1,399	1,606
Impuestos Diferidos	215	(48)	239	307	353
Resultado antes de operaciones discontinuadas	3,412	4,141	4,405	5,403	6,204
Operaciones Discontinuas	0	0	0	0	0
Utilidad Neta Consolidada	3,412	4,141	4,405	5,403	6,204
Margen Bruto	45.18	45.21	45.24	45.23	45.10
Margen EBITDA	15.40	14.43	14.57	15.28	14.98
Margen de Operación	14.53	13.52	13.70	14.45	14.22
Tasa de Impuestos (%)	26.77	22.38	24.00	24.00	24.00
Cobertura de Intereses Netos	81.95	(17.25)	(83.53)	(24.17)	(16.65)

Fuente: HR Ratings proyecciones y de la empresa

ALMACO Escenario Base: Balance en Ps Nominales (m)					
	2008	2009	2010P	2011P	2012P
ACTIVO TOTAL	37,282	39,499	43,167	48,558	54,795
Activo Circulante	26,449	27,642	30,708	35,517	41,145
Efectivo e Inversiones Temporales	1,416	1,263	947	1,653	2,461
Efectivo	504	1,263	379	265	157
Inversiones Temporales	912	0	568	1,389	2,303
Cuentas y Documentos por Cobrar	18,016	19,670	22,086	25,106	28,523
Otras Cuentas y Documentos Por Cobrar (Neto)	1,909	472	491	517	544
Inventarios	5,108	6,237	7,185	8,241	9,617
Activo a Largo Plazo	134	4	4	4	4
Cuentas y Documentos por Cobrar	130	0	0	0	0
Inversiones en Subsidiarias No Consolidadas	4	4	4	4	4
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	8,274	8,923	9,522	10,103	10,711
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	2,425	2,929	2,929	2,929	2,929
Gastos Amortizables	10	7	7	7	7
Otros Activos	2,414	2,922	2,922	2,922	2,922
Otros Activos de Largo Plazo	5	5	5	5	5
PASIVO TOTAL	18,249	19,025	19,586	20,343	21,319
Pasivo Circulante	8,045	11,362	11,577	12,015	12,611
Proveedores	2,817	3,657	3,775	4,250	4,869
Pasivo con Costo de Corto Plazo	2,621	4,733	4,824	4,787	4,764
Impuestos por Pagar	2,300	2,468	2,468	2,468	2,468
Otros Pasivos Circulantes Sin Costo	307	505	509	509	509
Intereses por Pagar	34	23	23	23	23
Otros	273	481	486	486	486
Pasivo con Costo a Largo Plazo	6,197	3,591	3,660	3,632	3,615
Otros Pasivos Largo Plazo sin Costo	4,007	4,071	4,348	4,696	5,094
Impuestos Diferidos	0	0	278	625	1,023
Otros	4,007	4,071	4,071	4,071	4,071
CAPITAL CONTABLE	0	20,479	23,582	28,216	33,476
Mayoritario	0	20,479	23,582	28,216	33,476
Capital Social, Utilidad Retenida y Otros	14,100	14,100	16,941	20,576	25,033
Exceso (Insufic) Act.	(17,512)	2,238	2,235	2,237	2,239
Utilidad del Ejercicio	3,412	4,141	4,405	5,403	6,204
Deuda Total	8,818	8,324	8,484	8,419	8,379
Deuda Neta	7,402	7,061	7,538	6,766	5,919
Deuda Neta / EBITDA	1.31	1.22	1.14	0.86	0.67

Fuente: Proyecciones de HR Ratings de México y de la empresa

*Utilidad de Operación menos impuestos ajustados entre el promedio de activos fijos y capital de trabajo neto

ALMACO Escenario Base: Flujo de Efectivo en PS Nominales (m)					
	2008	2009	2010P	2011P	2012P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Utilidad o Pérdida antes de Impuestos	4,660	5,335	5,797	7,109	8,163
+Estimación del Ejercicio	2,486	3,241	3,869	3,986	4,913
+Provisión del Ejercicio	104	112	39	40	45
+(-) Otras Partidas no Realizadas	(11)	(27)	0	0	0
Partidas sin Impacto en el Efectivo	2,579	3,325	3,907	4,027	4,958
Depreciación y Amortización	320	367	396	421	446
Participación en Subsidiarias No Consolidadas	0	0	(0)	(0)	(0)
Intereses a Favor	(183)	(100)	(79)	(105)	(133)
(-)+ Util./ Pérd. en Venta de Inmb. y Negocios Conjuntos	14	24	0	0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	151	290	317	316	313
Intereses Devengados	718	414	578	550	581
Partidas Relacionadas con Actividades de Financiamiento	718	414	578	550	581
Flujo Derivado a Resul. antes de Impuestos a la Utilidad	8,108	9,365	10,599	12,002	14,015
Decremento (Incremento) en Cuentas por Cobrar	(2,387)	(4,894)	(6,285)	(7,007)	(8,330)
Decremento (Incremento) en Inventarios	128	(1,130)	(947)	(1,056)	(1,377)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(1,203)	(502)	(19)	(26)	(27)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(505)	840	119	475	618
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	358	454	5	0	0
Movimientos en Capital de Trabajo	(3,609)	(5,232)	(7,128)	(7,614)	(9,116)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(1,317)	(1,121)	(1,152)	(1,399)	(1,606)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(4,927)	(6,352)	(8,280)	(9,013)	(10,722)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación	3,181	3,013	2,319	2,989	3,293
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Inversión en Inmuebles, Planta y Equipo	(1,435)	(1,035)	(997)	(1,001)	(1,053)
Venta de Inmuebles, Planta y Equipo	122	8	0	0	0
Inversión Neta en Inmuebles, Planta y Equipo	(1,314)	(1,027)	(997)	(1,001)	(1,053)
Inversión de acciones con carácter permanente	3	0	0	0	0
Intereses Cobrados	183	100	79	105	133
Decr. (Incr) Anticipos / Préstamos a terceros	(851)	1,342	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(1,979)	415	(918)	(896)	(920)
Efectivo Exced. (Req.) para aplicar en Activid. de Financ.	1,202	3,428	1,401	2,093	2,373
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
Financiamientos Bancarios	13,398	5,241	5,644	4,200	4,200
Financiamientos Bursátiles	9,359	0	0	0	0
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	22,756	5,241	5,644	4,200	4,200
Amortización de Financiamientos Bancarios	(12,847)	(5,413)	(5,484)	(4,265)	(4,240)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(9,409)	(323)	0	0	0
Amortizaciones Bancarias, Bursátiles y Otros	(22,256)	(5,735)	(5,484)	(4,265)	(4,240)
Intereses Pagados	(718)	(414)	(578)	(550)	(581)
Financiamiento "Ajeno"	(218)	(908)	(418)	(615)	(621)
Dividendos Pagados	0	(2,700)	(1,300)	(771)	(946)
Flujos Netos de Efectivo de Act. de Financiamiento	(218)	(3,608)	(1,718)	(1,386)	(1,566)
Incr. (Decr.) neto de Efectivo y Equivalentes	984	(181)	(317)	707	807
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equivalentes	8	27	(0)	0	0
Efectivo y equivalentes al Principio del Periodo	424	1,416	1,263	947	1,653
Efectivo y equivalentes al Final del Periodo	1,416	1,263	947	1,653	2,461
Gasto de Inversión por Mantenimiento	320	367	396	421	446
Ajustes al Flujo Libre de Efectivo	0	600	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	2,902	2,093	1,923	2,568	2,847

Fuente: Proyecciones de HR Ratings de México basados en los reportes de la compañía

ALMACO: Escenario de Estrés: Estado de Resultados en Pesos Nominales (m)					
	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Ventas Netas	36,567	40,250	43,430	46,221	49,321
Costo de bienes vendidos (efectivo)	20,045	22,054	24,708	26,342	28,178
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	16,521	18,196	18,722	19,879	21,143
Gastos de Operación	10,889	12,389	14,183	14,486	15,259
UOPADA (EBITDA)	5,632	5,807	4,539	5,392	5,884
Depreciación y Amortización	320	367	396	421	446
Utilidad Operativa	5,313	5,441	4,144	4,971	5,438
Otros Ingresos y (gastos) netos	(497)	(443)	(337)	(412)	(456)
Otros Ingresos generales y (gastos) netos	47	57	57	58	58
PTU Causado	412	462	356	428	469
PTU Diferido	132	39	39	42	45
Utilidad de Operaciones Normales	4,816	4,997	3,806	4,559	4,982
Resultado Integral de Financiamiento	(157)	338	54	246	378
Intereses Pagados	752	437	581	555	586
Utilidad (Pérdida) en Actualiz. de UDIS	(32)	(19)	0	0	0
Otros Gastos Financieros	67	7	5	5	5
Ingresos por Intereses	683	774	640	807	969
Ingreso Financiero Neto	(168)	311	54	246	378
Resultado Cambiario	11	27	(0)	0	0
Resultado por posición monetaria	0	0	0	0	0
Utilidad después del RIF	4,660	5,335	3,860	4,805	5,359
Participación en Subsidiarias no Consolidadas	0	0	0	0	0
Utilidad antes de Impuestos	4,660	5,335	3,860	4,805	5,359
Impuestos sobre la Utilidad	1,247	1,194	1,081	1,345	1,501
Impuestos Causados	1,033	1,242	895	1,103	1,230
Impuestos Diferidos	215	(48)	186	242	270
Resultado antes de operaciones discontinuadas	3,412	4,141	2,779	3,460	3,859
Operaciones Discontinuas	0	0	0	0	0
Utilidad Neta Consolidada	3,412	4,141	2,779	3,460	3,859
Margen Bruto	45.18	45.21	43.11	43.01	42.87
Margen EBITDA	15.40	14.43	10.45	11.67	11.93
Margen de Operación	14.53	13.52	9.54	10.76	11.02
Tasa de Impuestos (%)	26.77	22.38	28.00	28.00	28.00
Cobertura de Intereses Netos	81.95	(17.25)	(76.84)	(21.42)	(15.36)

Fuente: HR Ratings proyecciones y de la empresa

ALMACO: Escenario de Estrés: Balance en Ps Nominales (m)					
	2008	2009	2010P	2011P	2012P
ACTIVO TOTAL	37,282	39,499	41,461	44,409	48,206
Activo Circulante	26,449	27,642	29,002	31,367	34,557
Efectivo e Inversiones Temporales	1,416	1,263	688	1,028	2,007
Efectivo	504	1,263	275	165	128
Inversiones Temporales	912	0	413	864	1,879
Cuentas y Documentos por Cobrar	18,016	19,670	20,940	22,508	23,934
Otras Cuentas y Documentos Por Cobrar (Neto)	1,909	472	491	517	544
Inventarios	5,108	6,237	6,883	7,315	8,071
Activo a Largo Plazo	134	4	4	4	4
Cuentas y Documentos por Cobrar	130	0	0	0	0
Inversiones en Subsidiarias No Consolidadas	4	4	4	4	4
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	8,274	8,923	9,522	10,103	10,711
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	2,425	2,929	2,929	2,929	2,929
Gastos Amortizables	10	7	7	7	7
Otros Activos	2,414	2,922	2,922	2,922	2,922
Otros Activos de Largo Plazo	5	5	5	5	5
PASIVO TOTAL	18,249	19,025	19,506	19,964	20,507
Pasivo Circulante	8,045	11,362	11,526	11,729	11,973
Proveedores	2,817	3,657	3,693	3,932	4,200
Pasivo con Costo de Corto Plazo	2,621	4,733	4,856	4,819	4,796
Impuestos por Pagar	2,300	2,468	2,468	2,468	2,468
Otros Pasivos Circulantes Sin Costo	307	505	509	509	509
Intereses por Pagar	34	23	23	23	23
Otros	273	481	486	486	486
Pasivo con Costo a Largo Plazo	6,197	3,591	3,684	3,656	3,639
Otros Pasivos Largo Plazo sin Costo	4,007	4,071	4,295	4,579	4,894
Impuestos Diferidos	0	0	224	508	823
Otros	4,007	4,071	4,071	4,071	4,071
CAPITAL CONTABLE	19,038	20,479	21,955	24,444	27,699
Mayoritario	19,038	20,479	21,955	24,444	27,699
Capital Social, Utilidad Retenida y Otros	14,100	14,100	16,941	18,748	21,602
Exceso (Insufic) Act.	1,525	2,238	2,235	2,237	2,239
Utilidad del Ejercicio	3,412	4,141	2,779	3,460	3,859
Deuda Total	8,818	8,324	8,540	8,475	8,435
Deuda Neta	7,402	7,061	7,852	7,447	6,428
Deuda Neta / EBITDA	1.31	1.22	1.73	1.38	1.09

Fuente: Proyecciones de HR Ratings de México y de la empresa

*Utilidad de Operación menos impuestos ajustados entre el promedio de activos fijos y capital de trabajo neto

ALMACO: Escenario de Estrés: Flujo de Efectivo en PS Nominales (m)					
	2008	2009	2010P	2011P	2012P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Utilidad o Pérdida antes de Impuestos	4,660	5,335	3,860	4,805	5,359
+Estimación del Ejercicio	2,486	3,241	4,564	4,539	4,903
+Provisión del Ejercicio	104	112	39	42	45
+(-) Otras Partidas no Realizadas	(11)	(27)	0	0	0
Partidas sin Impacto en el Efectivo	2,579	3,325	4,603	4,581	4,948
Depreciación y Amortización	320	367	396	421	446
Participación en Subsidiarias No Consolidadas	0	0	(0)	(0)	(0)
Intereses a Favor	(183)	(100)	(77)	(97)	(116)
(-)+ Util./ Pérd. en Venta de Inmb. y Negocios Conjuntos	14	24	0	0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	151	290	319	324	330
Intereses Devengados	718	414	581	555	586
Partidas Relacionadas con Actividades de Financiamiento	718	414	581	555	586
Flujo Derivado a Resul. antes de Impuestos a la Utilidad	8,108	9,365	9,362	10,265	11,223
Decremento (Incremento) en Cuentas por Cobrar	(2,387)	(4,894)	(5,834)	(6,107)	(6,329)
Decremento (Incremento) en Inventarios	128	(1,130)	(646)	(431)	(756)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(1,203)	(502)	(19)	(26)	(27)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(505)	840	36	240	267
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	358	454	5	0	0
Movimientos en Capital de Trabajo	(3,609)	(5,232)	(6,458)	(6,325)	(6,846)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(1,317)	(1,121)	(895)	(1,103)	(1,230)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(4,927)	(6,352)	(7,353)	(7,428)	(8,076)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación	3,181	3,013	2,009	2,837	3,147
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Inversión en Inmuebles, Planta y Equipo	(1,435)	(1,035)	(997)	(1,001)	(1,053)
Venta de Inmuebles, Planta y Equipo	122	8	0	0	0
Inversión Neta en Inmuebles, Planta y Equipo	(1,314)	(1,027)	(997)	(1,001)	(1,053)
Inversión de acciones con carácter permanente	3	0	0	0	0
Intereses Cobrados	183	100	77	97	116
Decr. (Incr) Anticipos / Préstamos a terceros	(851)	1,342	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(1,979)	415	(920)	(904)	(936)
Efectivo Exced. (Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	1,202	3,428	1,089	1,933	2,210
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
Financiamientos Bancarios	13,398	5,241	5,700	4,200	4,200
Financiamientos Bursátiles	9,359	0	0	0	0
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	22,756	5,241	5,700	4,200	4,200
Amortización de Financiamientos Bancarios	(12,847)	(5,413)	(5,484)	(4,265)	(4,240)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(9,409)	(323)	0	0	0
Amortizaciones Bancarias, Bursátiles y Otros	(22,256)	(5,735)	(5,484)	(4,265)	(4,240)
Intereses Pagados	(718)	(414)	(581)	(555)	(586)
Financiamiento "Ajeno"	(218)	(908)	(365)	(620)	(626)
Dividendos Pagados	0	(2,700)	(1,300)	(973)	(605)
Flujos Netos de Efectivo de Act. de Financiamiento	(218)	(3,608)	(1,665)	(1,593)	(1,231)
Incr. (Decr.) neto de Efectivo y Equivalentes	984	(181)	(575)	340	979
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equivalentes	8	27	(0)	0	0
Efectivo y equivalentes al Principio del Periodo	424	1,416	1,263	688	1,028
Efectivo y equivalentes al Final del Periodo	1,416	1,263	688	1,028	2,007
Gasto de Inversión por Mantenimiento	320	367	396	421	446
Ajustes al Flujo Libre de Efectivo	0	600	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	2,902	2,093	1,613	2,416	2,700
Fuente: Proyecciones de HR Ratings de México basados en los reportes de la compañía					
			(310)	(152)	(146)

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

Anexo 2

En este anexo, mostramos el estado financiero que Coppel considera como su Estado de Flujo de Efectivo, mientras que HR Ratings lo considera como su Estado de Fuentes y Usos de Flujo de Efectivo,

ALMACO: Estado de Fuentes y Usos de Flujo de Efectivo en millones de Ps Nominales

	2009	2008
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN		
Cobro a clientes	34,300	33,053
Cobros de otras cuentas	12	152
Pagos anticipados	(508)	(1,268)
Pagos a los empleados	(3,287)	(3,796)
Pago de proveedores, acreedores y otros pasivos acumulados	(29,778)	(23,719)
Pagos de impuestos a la utilidad	(920)	(1,362)
Flujos netos de efectivo de Actividades de Operación	(181)	3,060
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		
Pagos por adquisición de mobiliario y equipo	(1,186)	(1,483)
Cobros por venta de mobiliario y equipo	5	20
Recursos provenientes de la venta de la cuenta por cobrar a largo plazo	130	0
Préstamos en efectivo otorgados no relacionados con la operación	0	(130)
Préstamos en efectivo otorgados a compañías relacionadas	(782)	(2,530)
Cobros en efectivo de préstamos otorgados a compañías relacionadas	2,772	1,807
Intereses cobrados	774	87
Flujos netos de efectivo de actividades de inversión	1,713	(2,229)
Excedentes de efectivo para aplicar en Actividades de Financiamiento	1,532	831
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO		
Pago de dividendos	(758)	0
Pagos del principal de préstamos	(8,637)	(27,753)
Préstamos bancarios y de otros organismos	7,683	27,907
Flujos netos de efectivo de actividades de financiamiento	(1,712)	154
Incremento neto de efectivo y equivalentes	(180)	985
Ajuste al flujo de efectivo por variaciones en el tipo de cambio	27	10
	(153)	995
Efectivo y equivalentes al principio del año	1,416	421
Efectivo y equivalentes al fin del año	1,263	1,416

Fuente: HR Ratings de México, basado en información de la empresa



Coppel, S.A. de C.V.

Calificación de Largo y Corto Plazo

09 Junio 2010

Calificación Corporativa

HR AA-
HR1

La nueva alternativa en calificación de valores.

Las calificaciones de HR Ratings de México S.A. de C.V. son opiniones de calidad crediticia y no son recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento. HR Ratings basa sus calificaciones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables. HR Ratings, sin embargo, no garantiza, la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de los emisores de instrumentos de deuda calificados por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en la cantidad y tipo emitida por cada instrumento. La bondad del valor o la solvencia del emisor podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso a la alza o a la baja, la calificación, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings de México, S.A de C.V. La calificación que otorga HR Ratings de México es de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y en cumplimiento de la normativa aplicable que se encuentran en la página de la calificadoradora www.hrratings.com, donde se puede consultar documentos como el código y políticas de conducta, normas para el uso de información confidencial, metodologías, criterios y calificaciones vigentes.

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.