



Global
Venture
S.A. de C.V.

Clasificadora de Riesgo



2008
Diciembre



Comercial Exportadora,
S.A. de C.V.

Informe de Clasificación al
31 de Diciembre de 2008

Marzo 2009

Comercial Exportadora, S.A. de C.V. Clasificación

AL 31 DE DICIEMBRE DE 2008

	Rating Actual	Rating Anterior
CICOEX6	A	A
Emisor	E A	E A
Perspectiva	Estable	
Fecha de reunión del Consejo de Clasificación	25 Marzo de 2009	
Reunión	Ordinaria	

1

1 RATINGS	1	
2 BASES DE CLASIFICACIÓN	4	
3 SITUACIÓN FINANCIERA	12	
4 ANEXOS	36	

Analistas :

Ana Isabel Costa
Siomara Brizuela
Rafael Antonio Parada M.

AVENIDA LAS PALMAS PASAJE No.7
#130 COLONIA SAN BENITO SAN SALVADOR
EL SALVADOR CENTRO AMERICA
TEL: 2224-5701, FAX: 2245-6173
GLOBAL.VENTURE@CYT.NET
GLOBAL.VENTURE@NAVEGANTE.COM.SV

Descripción de la Categoría

A : Entidades que cuentan con una buena capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante factores de cambios en la entidad, en la industria a que pertenece, o en la economía. Los factores de protección son satisfactorios.

La clasificación que se otorga al presente valor no implica una sugerencia o recomendación para invertir, comprarlo, venderlo o mantenerlo, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión.

La información financiera utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados al 31 de Diciembre de 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 y 2008 así como proyecciones proporcionadas por COEX.

Indicadores

31 de Diciembre 2008

Ingresos Operativos \$36,849,892.00 por ventas totales
Utilidades Operativas \$2,343,380.00
Exportación en QQ. Oro 258,872 quintales
Precio por QQ. en Dólares \$130.32
EBITDA/Gastos Financieros 1.55 x
EBIT/Gastos Financieros 1.38 x
EBILAT \$1,960,413.50
Utilidad Neta \$556,217.00
Razón de Liquidez 1.52
Razón de Deuda 0.50
Apalancamiento 2.00

2

LA EMISIÓN DE CERTIFICADOS DE COMERCIAL
EXPORTADORA, S.A. DE C.V. ES DE LA
SIGUIENTE MANERA:

CICOEX6:

Monto : \$10,000,000.00

Plazo : 5 años

Nota : Se ha utilizado el formato indirecto para el cálculo de los índices y para los C-F (incluyendo los otros ingresos). Práctica generalmente aceptada.

Indicadores Financieros

y Estadísticas más Importantes
En dólares \$



Información Financiera	Dic 2005	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	05 vs 06	06 vs 07	07 vs 08
Consolidados							
Ventas Netas	17,844,095	21,209,689	26,232,503	36,849,892	18.9%	23.7%	40.5%
Costo de Venta	14,489,053	17,140,988	21,713,705	31,302,298	18.3%	26.7%	44.2%
Utilidades de Operación	1,150,858	1,213,804	1,348,243	2,343,380	5.5%	11.1%	73.8%
EBITDA	1,704,372	1,933,833	2,148,856	2,892,712	13.5%	11.1%	34.6%
Margen EBITDA%	9.55%	9.12%	8.19%	7.85%	(4.5%)	(10.2%)	(4.2%)
EBILAT	1,096,583	1,153,498	1,356,604	1,960,413	5.2%	17.6%	44.5%
Utilidades Netas	478,474	550,572	555,189	556,217	15.1%	0.8%	0.2%
Activos Totales	34,447,548	34,295,648	46,282,069	48,276,477	(0.4%)	35.0%	4.3%
Pasivos Totales	13,743,852	14,493,904	21,702,957	24,106,261	5.5%	49.7%	11.1%
Capital Propio	20,703,696	19,801,744	24,579,112	24,170,216	(4.4%)	24.1%	(1.7%)
Por Acción							
Total de Acciones a Final del Año	1,697,500	1,697,500	1,697,500	1,697,500	-	-	-
Utilidad Neta	0.28	0.32	0.33	0.35	15.1%	0.8 %	0.2 %
Valor en Libros	12.20	11.67	14.48	14.24	(4.4%)	24.1%	(1.7 %)
Índices							
Razón de Liquidez	1.73	1.62	1.84	1.52	(6.5%)	13.6%	(17.5%)
Margen operativo	1.83%	1.93%	1.07%	1.28%	5.6%	(44.8%)	19.9 %
Retorno Sobre Activos	1.40%	1.61%	1.20%	1.15%	15.6%	(25.3%)	(4.0%)
Retorno Sobre Patrimonio	2.31%	2.78%	2.26%	2.30%	20.3%	(18.8%)	1.9 %
Razón de Deuda	0.40	0.42	0.47	0.50	5.9%	11.0%	6.5 %
Apalancamiento	1.66	1.73	1.88	2.00	4.1%	8.7%	6.1 %
Estadísticas Claves							
Exportaciones en QQ. Oro	148,117	168,647	188,100	258,872	13.9%	11.5%	37.6 %
Precio Promedio QQ. en Colones	883.75	953.75	1,093.58	1,140.30	7.9%	14.7%	4.3 %
Precio Promedio QQ. en Dólares	101.00	109.00	124.98	130.32	7.9%	14.7%	4.3 %
Utilidad de operación/QQ. Export.	3.43	3.92	3.34	2.74	14.1%	(14.8%)	(17.9%)

El rating asignado a los valores CICOEX6 es de A y al emisor de A, está basado en que la empresa ha mejorado no solo los niveles de venta y monto de quintales recibidos, sino que se ha tenido una mejora en el ciclo del café por varios años y se ha tenido una recuperación de los precios internacionales del café que se ha mantenido sobre los \$100, la empresa posee un fondo de maniobra alto, un buen nivel del patrimonio, con un riesgo económico y financiero, con niveles de solidez patrimonial aceptables. Los factores de protección y pago son suficientes y están estables.

Con la mejora del precio que se ha tenido en el mercado internacional en relación al nivel histórico más bajo de US \$42.00 dólares el quintal, como en el nivel de patrimonio de la empresa que para Junio del 2006 era del orden de \$19.75 Millones, a Marzo del 2007 de \$20.19 Millones, a Junio del 2007 de \$20.34 Millones, a Diciembre del 2007 de \$24.57 Millones, a Septiembre del 2008 de \$24.02 Millones y a Diciembre del 2008 de \$24.17 Millones, la fortaleza financiera de la estructura de capital, con unos pasivos de \$11.71 Millones en Junio del 2006, de \$18.29 Millones en Marzo del 2007, de \$15.49 Millones en Junio

del 2007, de \$13.97 Millones en Septiembre del 2007, de \$21.7 Millones en Diciembre del 2007, de \$23.9 Millones en Marzo del 2008, de \$22.9 Millones en Junio del 2008, de \$19.5 Millones en Septiembre del 2008 y de \$24.1 Millones en Diciembre del 2008 y el nivel de los fondos propios que se tiene son altos.

Los precios han bajado un 15 % desde septiembre del 2008. Para Febrero del 2009 fueron de \$107.60, en Enero fueron \$ 108.39, el mes de Diciembre del 2008 los precios indicativo compuesto OIC fueron de \$103.07 y en Noviembre fueron de \$107.88. Para el mes de Agosto del 2008 los precios indicativo compuesto OIC fueron de \$131.14, en el mes de Mayo del 2008 los precios indicativo compuesto OIC fueron de \$126.76, para el mes de Abril del 2008 los precios indicativo compuesto OIC fueron de \$126.55, en el mes de Marzo del 2008 los precios indicativo compuesto OIC más altos fueron de \$152.85, a Febrero fueron de \$138.82, en Enero fueron \$ 122.33 y para Diciembre del 2007 se tuvo \$118.16, estos aumentos ha generado actividades especulativas, en particular de fondos de inversión. Al mes de Noviembre los precios fueron de \$114.43. Para Octubre del 2007 el precio fue de alrededor de \$ 115.71. Al mes de

Antecedentes

Comercial Exportadora, S.A. de C.V., tiene como nombre comercial COEX se constituyó como sociedad anónima el 23 de junio de 1975. Inició con un capital mínimo de ₡20,000.00 (Veinte mil Colones). Comenzó a operar en el Beneficio “El Trapiche”, bajo la dirección de Juan Antonio Belismelis Vides; en ese entonces, contaba con seis empleados permanentes y en época de cosecha el número de empleados llegaba a cincuenta, en el 2008, el número de empleados fue 162.

Es una empresa cuya principal actividad es la comercialización, beneficiado y exportación de café crudo y producción, financiamiento, comercialización nacional de café molido y tiendas de café. COEX, S.A de C.V. inició sus operaciones en 1975. En abril de 1999 se aumentó el Capital Social Mínimo de la Sociedad en ₡48,000,000.00, para llevarlo a la suma de ₡50,000,000.00.

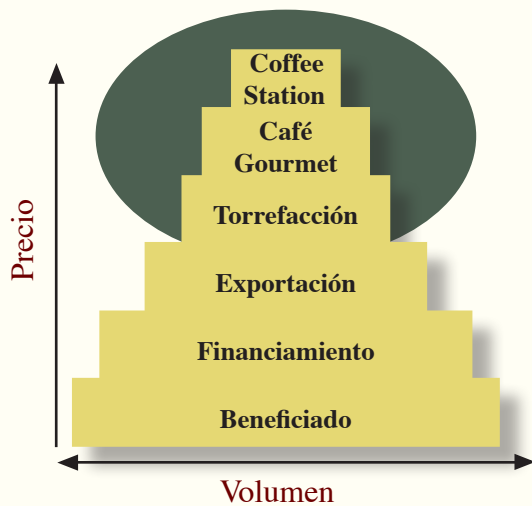
Las principales actividades a las que COEX se dedica son la comercialización, el beneficiado y exportación de café, COEX ha diversificado su cadena de valor y en 1995 comenzó con la

producción de café tostado y molido, inaugurando la fábrica Torrefactora COEX e inició la comercialización de su producto a través de la marca “COEX CAFÉ”. Posteriormente, COEX desarrolló una marca para el mercado gourmet llamada “COFFEE NEST”.

Para el año 2000, COEX inauguró la primera tienda de café gourmet en El Salvador llamada Coffe Station, actualmente tiene presencia en los principales centros comerciales del país y en algunos hoteles de prestigio.

COEX cuenta con dos plantas procesadoras exportadoras de café: Beneficio El Trapiche y Beneficio San Miguel, ubicadas en los departamentos de Santa Ana y Ahuachapán respectivamente. Además posee seis agencias comerciales en puntos estratégicos para la atención de los productores de café.

El capital social es de \$19.4 millones con una estructura accionaria donde Corporación COEX Inc. llegó a ser la dueña del 99.96% de las acciones, el resto está en poder de un accionista. En el 2008 es la segunda empresa del país en su industria, con un 15% en recepción del mercado.



En el modelo de beneficio pirámide de productos que tiene COEX, las variaciones en los ingresos y los segmentos y preferencias hacen posible construir pirámides de productos para la empresa. A la base están los de bajos precios y altos volúmenes del café oro. En el ápice están los altos precios y productos de bajos volúmenes como es el de las tiendas Coffee Station y café gourmet. El beneficio se concentra en lo alto de la pirámide de productos de COEX, pero la base de cada pirámide juega un papel muy importante en el sistema. Los mayores beneficios se concentran en el tope de la pirámide, pero la base juega un rol estratégico crítico con la creación de una “barrera de fuego,” está entre los competidores y protege los beneficios del tope de la estructura.

Abril del 2007 el precio fue \$99.30 y en Marzo del 2006 el promedio mensual con un valor de \$100.9. Para el mes de Mayo fue \$90 y en Marzo del 2006 el precio promedio mensual fue de \$92.76; en el mes de Marzo del 2005 se tuvo el precio promedio mensual más alto con un valor de \$101.44, en Junio el promedio mensual de los precios llegó a \$96.29 el quintal, para Septiembre fue de \$78.79, a partir de esta fecha subió hasta \$82.55 en Octubre, \$85.93 en Noviembre y alrededor de \$89.0 a finales de Diciembre, con un precio indicativo compuesto de la OIC de \$92.17.

La crisis de Octubre 2008 está modificando la perspectiva, aunque los precios todavía están alrededor de los \$100.00, manteniendo una buena perspectiva para la situación económica financiera de la empresa, la cual posee una inmejorable posición financiera con la actual estructura de sus fuentes, con sus fuentes de recursos acíclicos y que las fuentes cíclicas se han aumentado (aumento de la cantidad de qq. recibidos alrededor de 258,872 y el mantenimiento de la

mejora de los precios internacionales), de esta forma se está cubriendo un gran porcentaje de las necesidades cíclicas de la empresa con recursos acíclicos (fondos propios). Este aumento de precios se vio contrarrestado por la depreciación del dólar y el aumento en el costo de los insumos, se dispararon los precios de los fertilizantes que más se usan en el cultivo del café, debido al fuerte aumento de los precios de los productos a base de petróleo. Estos aspectos, sobre todo la mejora de los precios internacionales y el nivel de quintales recibidos, mejoran la posición financiera de la empresa en esta emisión, asegurando la capacidad de pago de la misma.

Esta mejora de los diferenciales de precio de los arábigos lavados difícilmente sacará de la crisis al sector. Con los precios que se han tenido del grano, COEX podrá ir mejorando su rendimiento para el 2009 - 2011, con la condición que se mantenga la cantidad de grano procesado y mejore sus márgenes, pero sobre todo, los productores estarán mejorando su situación para enfrentar los costos de

producción y su situación financiera.

La actual crisis financiera en los Estados Unidos debe tenerse presente; por su influencia en la situación de esta mejora del mercado mundial, la hoja de balance para la próxima cosecha 2008/9 tendrá un equilibrio de las necesidades cíclicas y acíclicas. En este punto tendrán un enorme impacto los precios alrededor de \$110.0 y la estructura de capital de la empresa, se espera que las utilidades a Diciembre del 2009 sean similares a las 2008 con mejores niveles de recepción de quintales así como el mantenimiento de los mejores precios del mercado internacional.

Las expectativas de los ingresos y utilidades futuras son positivas para el año 2009 por los niveles de recepción de qq. que se ha tenido. Los riesgos e incertidumbres y los resultados reales serán bastante favorables pese a la recesión de los Estados Unidos y mundial. Para los productores de café, podrá tenerse una mejor recuperación de los costos a un nivel aceptable para el año 2009; para nuestro país la producción en el 2007 y 2008 fue alrededor de 1.626 Millones y 1.448 Millones

Según la OIC la producción total del año de cosecha 2008/2009 se preve en 127.8 Millones debido a la reducción de Colombia(10.5 millones de qq. y Vietnam (16 millones de sacos). La reducción del excedente previsto en el año cafetero 2008-09 tendrá consecuencias en el futuro. Se prevee que descienda la producción de Brasil 2009/10 cosecha pequeña del ciclo bienal (entre 36.9 6 38.8 millones de sacos). La producción total del año de cosecha 2007/2008 es alrededor de 115.4 Millones, lo que representa una disminución del 6.5%, 9 millones abajo de la 2006/2007; este descenso puede atribuirse primordial mente a un descenso de cerca del 25% en la producción brasileña, la producción total del año de cosecha 2006/2007 fue de 125.0 Millones, la producción total del año de cosecha 2005/2006 fue de 110.34 Millones, la del año de cosecha 2004/2005 fue de 115.04 Millones, frente a la cosecha 2003/04 que fue de 103.39 Millones de sacos, lo que representa un descenso del 17.9% con respecto a la producción de la cosecha 2002/03 que fue de 121.94 Millones de sacos y 109.57 Millones en 2001/02. La producción del 2003/04 es la producción más baja desde la del período 1998/99.

La cosecha de Brasil 2003/4 fue de 28.8 Millones y para la cosecha 2004/05 de 38.7 Millones; para la cosecha de 2005/2006 la producción fue entre 32.94 y 33.3 Millones, la cosecha 2006/07 fue de magnitud considerable en Brasil, de 42.5 Millones de sacos. Para la cosecha 2007/2008 se indica una cosecha 33.7 Millones de sacos. Para la cosecha 2008/2009 se indica una cifra preliminar de 45.85 Millones de sacos. En el caso de Vietnam la cosecha 2004/2005 bajó 35%, pasó de 15.23 Millones de sacos de la cosecha 2002/2003 a 9.9 Millones; para el 2005/2006 de 11 Millones de sacos por las dificultades climáticas y disponibilidad de mano de obra para recoger la cosecha, para el 2006/2007 fue de 18.6 Millones de sacos y para el 2007/2008 se calcula que será de 17.5 Millones de sacos.

Para la cosecha 2005/6 los cálculos fueron de 110.34 Millones de sacos y aumentó el problema de la calidad del grano. La producción mundial para 2006/7 se mantuvo en 125.0 Millones de sacos. Ese aumento fue atribuido al aumento de la producción de Brasil, en razón al ciclo bienal que caracteriza a la producción de arábica en ese país y en menor medida a la producción de Vietnam. Las existencias

iniciales en los países exportadores para la cosecha 2008/9 son alrededor de 17.0 Millones y para la cosecha 2006/7 son alrededor de 18.9 Millones, el nivel más bajo desde hace muchos años.

Según la OIC los ingresos de los países productores de café (exportaciones f.o.b.) en los primeros años de los noventa eran alrededor de \$12,000 Millones, el valor de las ventas al detalle de café, en los países industrializados era cerca de los \$30,000 Millones. Actualmente, el valor de las ventas al detalle es mayor de \$70,000 Millones, y en el 2002 los países productores sólo recibieron \$5,300 Millones con 88.59 Millones de sacos, en el 2003 \$5,590 Millones por un total de exportaciones de 85.87 Millones de sacos, en el 2004 \$6,880 Millones por un total de exportaciones de 90.74 Millones de sacos, para el 2005 fue de \$9,260 Millones con 87.24 Millones de sacos, para el 2006 fue de \$11,000 Millones con 92.0 Millones de sacos. Se calcula que los ingresos por exportación de café en el 2007 fueron de \$12.7 mil Millones por un total de exportaciones de 96 Millones de sacos.

El nivel de consumo según la OIC preve una demanda en el 2008 superior a los 128 Millones y para el 2009 de 130 millones. El nivel de consumo para el 2007 fue de 125 Millones, en comparación con los 121.1 Millones en el 2006, un aumento del 2.03%, de 117.7 Millones en el 2005, de 115.1 Millones en el 2004 y de 111.8 Millones de sacos en el año 2003, frente a 109.3 Millones en el 2002, para el 2004 se situó en 144 Millones. El desequilibrio y desbalance entre la oferta y la demanda de café continuará, la producción de café está creciendo un promedio de 3.6% y la demanda solamente crece un 2.95% (OIC/noviembre 2005). Se calcula que para el 2004 el consumo de todos los países importadores fue de 85.15 Millones de sacos, para el 2003 fue de 83.36 Millones de sacos.

El consumo interno en los países exportadores para el año 2007 se previó en 33.2 Millones de sacos El consumo interno en los países exportadores para el año 2006 se previó en 31.7 Millones de sacos, para la cosecha 2005/6 fue de 29.93 Millones de sacos, para la cosecha 2004/5 fue de 29 Millones de sacos y para la cosecha 2003/4 de 27.64 Millones de sacos, lo que representa el 26.04% y el 27.27% de consumo mundial (OIC agosto 2005). En el caso de El

Salvador el consumo per cápita es de 1.44 kilogramos, de 1.96 kilogramos para el 2004 y 2007, para el caso de Brasil 5.21 kilogramos y Costa Rica 4.03 kilogramos. El consumo interno de El Salvador fue de 153.0 miles de sacos para el 2004, siendo el 12.2% de la producción.

La crisis del café ha continuado golpeando al país sobre todo con sus secuelas, conllevando a una nueva estructura de la industria del café, tanto en lo referente a márgenes (por los precios de compra para los caficultores) y cuotas de mercado de beneficiadores y exportadores, como en la calidad y cantidad del grano de los productores. Por otro lado la evolución de la situación del sector industrial del café, en lo nacional como en lo internacional ha dado pie a una profunda crisis de mercado, disminuyendo la importancia económica de la caficultura al producto interno bruto y su peso político en las decisiones económicas claves del país.

Actualmente podemos ver un balance entre la producción y el consumo mundial, lo cual no había sido el caso desde los inicios de esta década.

Los precios en el mercado mundial, que en los años ochenta fueron en un promedio de 120 centavos de dólar/lb, ahora en Diciembre del 2008 están alrededor de 109 centavos dólar/lb.

El entorno competitivo todavía será difícil para los productores para el 2009 y 2010 por la crisis de Octubre 2008. COEX ha ido mejorado su posición competitiva y el fondo de maniobra de la empresa, dándole a ésta una mejor situación competitiva para enfrentar la crisis del sector café y la actual recesión mundial y nacional. Aunque se tuvo un alza de precios, del precio de \$42.79 dólares (composite indicator price ICO) al que se cotizaba en el mes de Agosto del 2002, se tuvo precios promedios para otros suaves arábigos alrededor de \$64.00 dólares durante el último trimestre del 2002, de \$66.68 dólares, en el mes de Diciembre del 2003, de \$78.00 dólares, en el mes de Marzo del 2004, de \$82.51 dólares en el mes de Junio del 2004 y de \$104.00 dólares en el mes de Diciembre del 2004, de \$101.00 dólares en el mes de Marzo del 2005, de \$96.24 dólares en el mes de Junio del 2005 y de \$96.24 dólares en el mes de Noviembre \$85.93 del 2005. Pasó a \$95.53 en Octubre del 2006 y fue de \$103.48 en Noviembre del 2006 y en Enero del 2007 se tuvo \$105.81, en el mes de Agosto del 2007 fue \$107.98, en el mes de Noviembre del

2007 fue \$114.43, en el mes de Marzo del 2008 fue \$124.0, en el mes de Agosto del 2008 fue \$131.14 y en Diciembre del 2008 fue alrededor de \$106. El promedio para el año cafetero 2005/6 fue de \$91.44 el nivel más alto desde el año cafetero 1998/99 que fue de \$88.53

El 2009 se percibe que será de similares niveles de precios, durante el segundo trimestre se espera un comportamiento positivo alrededor de los \$106.00 dólares, los factores fundamentales del mercado parecen favorables a que se mantengan los precios, en la medida en que siguen habiendo incertidumbre no sólo con respecto a las cosechas de Brasil, Colombia sino también a las de Vietnam.

Mientras no se trabaje a nivel micro para elevar la competitividad del sector café en El Salvador mediante el desarrollo sustentable entre productores y en el resto de la cadena de valor, no se podrá ir posibilitando que el sector café nacional mejore sus condiciones desfavorables del mercado interno y de la industria del café. Es vital trabajar tanto en lo referente a mejorar la cuota de mercado mundial a los niveles de años anteriores, en elevar la productividad de las fincas, así como también en elevar la calidad. No es conveniente para el sector y menos aún para el país el pensar que debemos buscar el equilibrio mediante la supervivencia de los más competitivos y de los que sobrevivan a la crisis.

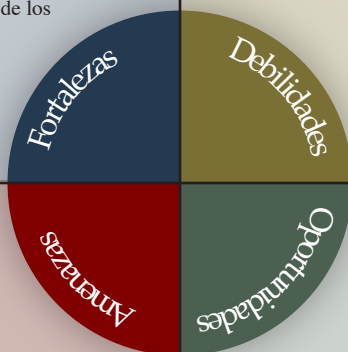
La mejora de los diferenciales de precio de los arábigos lavados no sacará de la crisis al sector. Con esta mejora del precio del grano, COEX podrá ir mejorando su rendimiento en los próximos trimestres del 2009 y 2010, siempre y cuando mantenga la cantidad de grano procesado y mejore sus márgenes, pero sobre todo, los productores estarán mejorando su situación para enfrentar los costos de producción y su situación financiera.

Con esta mejora del mercado mundial, la hoja de balance para la próxima cosecha 2008/9 tendrá un mejor equilibrio de las necesidades cíclicas y acíclicas. En este punto tendrá un enorme impacto los precios alrededor de \$120.0 y la estructura de capital de la empresa, se espera que las utilidades de Diciembre del 2009 sean similares a los años anteriores.

La producción de El Salvador según la OIC pasó a 1.47 Millones en el 2003, en el 2004 fue de 1.437 Millones de qq, en el 2005 fue de 1.502 Millones, en el 2006 fue de

- Estrategia de diversificación y asesoría agrícola.
- Modelo de beneficio basado en la pirámide del producto: Beneficiado, Exportación, Torrefacción y tiendas de café gourmet.
- Un patrimonio fuerte.
- Buen nivel de capacidad gerencial.
- Búsqueda de capturar el valor orientado al producto al vender café procesado, transformado.
- Una imagen de marca fuerte nacional e internacional. Reconocimiento de la marca.
- Una base grande de clientes productores de café: con alto grado de lealtad y buena cuota de mercado.
- Una política conservadora para la gestión de comercialización y financiera.
- Relación BAT/BAIT con posibilidades de mejora por la mejoría del precio internacional del café y de los productores.
- Alta liquidez del grupo al cual pertenece.

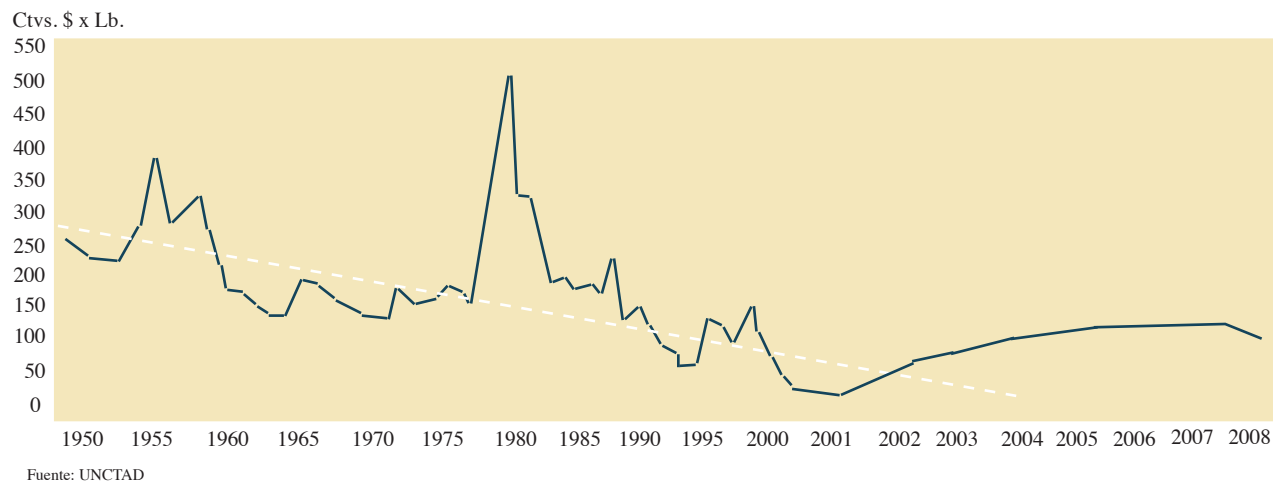
- Apalancamiento inadecuado.
- Clientes con baja productividad, endeudados y costos de producción altos.
- Cartera de clientes sensible al deterioro, tanto para la entrega de café como para el financiamiento.
- Elasticidad precio de la demanda interna baja.
- Ausencia de control de la oferta de los productores y de la demanda de café en los mercados internacionales.
- Ausencia de poder de negociación con los compradores internacionales.
- Bajos términos de intercambio.
- Posición en la cadena de valor del café.



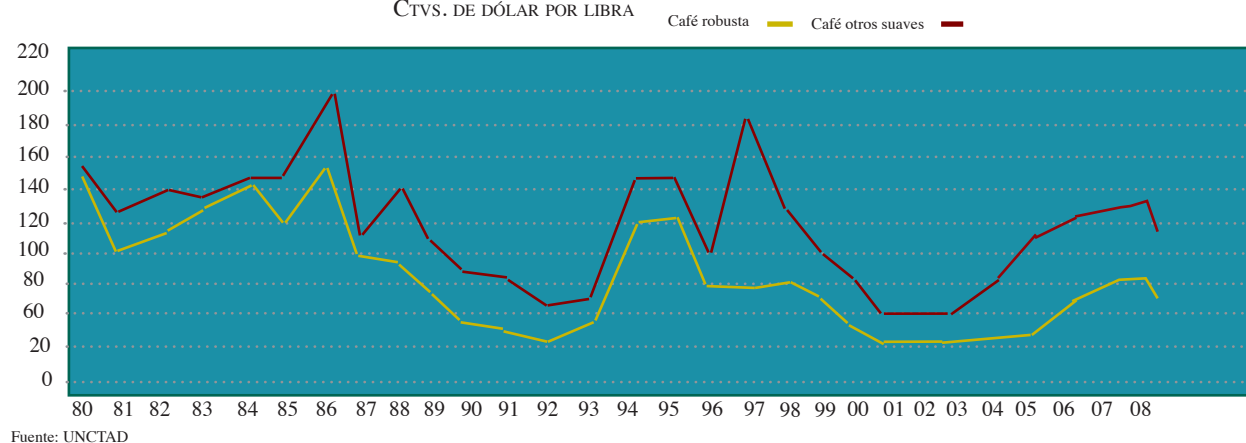
- Crisis financiera internacional Octubre 2008.
- Baja de las importaciones y del consumo de los USA por la crisis actual.
- Compra de los Bancos nacionales por Bancos extranjeros.
- Volatilidad de oferta internacional.
- Declive en la producción de café nacional.
- Competencia intensa. Aumento de las exportaciones mundiales.
- Bajo crecimiento del consumo de café en los países desarrollados.
- Falta de política sectorial nacional para reactivar, mejorar productividad y competitividad del sector.
- Devastación de las comunidades cafeteras y países productores.

- La crisis actual conllevará a empeorar la situación económica financiera de grandes empresas beneficiadoras nacionales, con lo cual la cuota de mercado de éstas disminuirá.
- Trade Fair: Comercio Justo.
- Nuevos cambios en la estructura del FICAFÉ.
- Exportar café de calidad.
- Posible nueva política hacia el sector del café con el nuevo gobierno. Apoyo del gobierno y del sector financiero al sector.
- El RECAF.
- Control de costos.
- Aplicación de nuevas tecnologías y técnicas para elevar la calidad del grano.

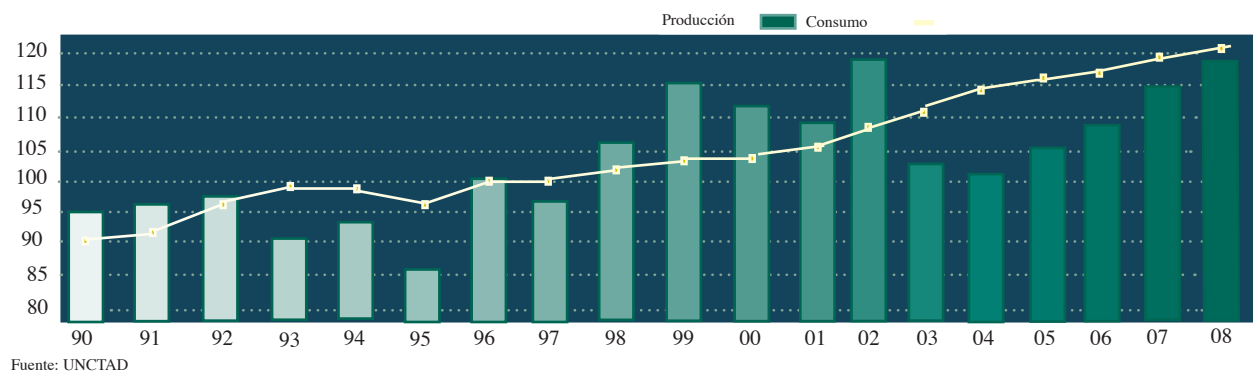
PRECIOS DEL CAFÉ (OTROS SUAVES): MERCADO INTERNACIONAL **PRECIOS PROMEDIO EN DÓLARES**



CAFÉ: PRECIOS EN EL MERCADO DE NUEVA YORK **CTVS. DE DÓLAR POR LIBRA**



PRODUCCIÓN Y CONSUMO MUNDIAL DE CAFÉ **MILLONES DE SACOS DE 60 KG.**



1.371 Millones, se tuvo una baja del 17.3%, en el 2007 fue de 1.626 Millones y en el 2008 fue de 1.448 Millones. Se calcula la superficie cafetalera en 178,000 hectáreas y que se están produciendo 166,000 hectáreas.

El modelo de beneficios que se ha planteado con la estrategia implementada por COEX le puede permitir a la empresa tener un nivel de competitividad capaz de enfrentar la coyuntura financiera de los productores ante la de baja producción del periodo de los años 2004-2008. La empresa posee una serie de ventajas competitivas para implementar un mejoramiento de la eficiencia y competir con un café genérico (aunque está desarrollando fuertemente el mercado en el campo de los cafés especiales). Su estrategia principal es participar cada vez más en la cadena de valor del producto. Está en el negocio de café molido y está creando una cadena también con un buen prospecto en el negocio de venta de bebida de café especial. La empresa posee un sistema de negocio, que pese a la crisis de la industria del café, ha podido maniobrar debido a los diferenciales del café y a que el canon de beneficiado se ha mantenido relativamente estable, por otro lado, COEX ha llevado el rendimiento de los beneficios a un fuerte aumento de la eficiencia. El nivel de integración que tiene COEX en la industria del café le ha permitido también un margen de adaptabilidad para lograr economías de escala y aprovechar los márgenes potenciales en las diferentes partes de su cadena de valor.

El modelo de negocio de COEX debe enfatizar la búsqueda del menor costo, mejorando la eficiencia y el servicio al cliente, dándole un buen valor en la transacción, lo que le permite contar con un nivel de productores que le puede permitir la masa crítica (en los próximos años esto constituirá un riesgo alto para la empresa) necesaria para tener en las próximas cosechas un nivel de café en uva, que le permita exportar alrededor de 250,000 qq. oro, que a la vez le permitirá tener un buen rendimiento técnico y un mejor futuro asegurado en el mercado.

La empresa cuenta con los recursos y la capacidad para abordar los factores claves de éxito y de riesgo. COEX ha contado con la flexibilidad y soporte financiero suficiente para abordar los cambios que se dieron en el mercado desde el año 2000 y la continuación de la crisis en el sector café en su siguiente fase para los años 2009- 2011.

Con la crisis de Octubre del 2008 se tendrá otro panorama en los precios del café, los resultados operativos de la empresa podrán ser afectados.

COEX es una de las dos empresas más grandes del sector en el país, una de las pocas con situación económica-financiera positiva en el sector y el ser miembro de un grupo económico diversificado importante del país e internacional, le da fortaleza, lo que unido a los aumentos de capital que ha realizado, le proporciona una mejor situación de fortaleza patrimonial para el nuevo escenario que se está gestando para el sector.

Es probable que se modifique la situación debido a un cambio de política económica del nuevo gobierno, lo cual puede repercutir en que se diseñe una política sectorial y se ayude a paliar las deudas de los productores en el nivel que requieren de apoyo para reactivar la caficultura, donde se trabaje a nivel micro a fin de elevar la competitividad del sector café mediante el desarrollo sustentable entre productores y en el resto de la cadena de valor; sin trabajar en esta esfera, no se irá posibilitando que el sector café nacional mejore sus condiciones desfavorables del mercado interno y de la industria del café y recupere los niveles de producción. Es vital trabajar tanto en lo referente a mejorar, o como mínimo mantener, la cuota de mercado mundial que se ha poseído (arriba de 3.0 Millones), como en elevar la productividad de las fincas, así como la calidad. No es conveniente para el sector pensar que se debe buscar el equilibrio mediante la supervivencia de los más competitivos y de los que sobrevivan la crisis, lo cual sería una situación muy difícil para la economía nacional a largo plazo y para los miembros del sector.

El poseer una política conservadora le da una ventaja competitiva en un sector donde la mayoría de fracasos se han dado por asumir mayores niveles de riesgo y especulación, tanto financieros como económicos, en alguna de las partes de la cadena de valor (mayor cartera de clientes, especulación con el café, altos niveles de endeudamiento).

Desde años atrás hay una tendencia de concentración y equilibrio de los competidores, el tamaño y el número de empresas de la industria ha estado disminuyendo debido a la salida de muchas de ellas. La falta de política cafetera

en el país agudiza aún más este fenómeno y las fuerzas conductoras del mercado internacional están llevando a que subsistirán los que puedan superar esta situación y sobrevivan, ésto equilibrará la oferta y demanda mundial del café.

Los cambios en la junta directiva de COEX y en su empresa Holding y los cambios en la estructura organizacional y personal gerencial que se han implementado, tendrán influjo económico financiero en el comportamiento futuro de la empresa en el mediano plazo.

ANÁLISIS PROSPECTIVO

Los riesgos e incertidumbres potenciales para COEX incluyen la actual crisis de Octubre del 2008 de los Estados Unidos y la presión competitiva en el mercado internacional y nacional del café así como la reestructuración del sector, por los montos de los contratos que se han generado con diferenciales de precios a la baja. Se cierne una baja en el consumo en los Estados Unidos. Con las reacciones de las compañías procesadoras del café a las propuestas de trade fair a los aumentos de precio, así como con la habilidad de la OIC para implementar el programa de calidad para desviar del mercado cafés defectuosos, se ha combatido la sobreproducción mundial, disminuyendo el desequilibrio entre la oferta y la demanda.

Las líneas estratégicas que COEX tiene: vender producto fino y de alta calidad, diversificación, integración vertical y la búsqueda de mejora de eficiencia interna, así como el nivel de competitividad, le pueden ayudar a maniobrar para enfrentar la coyuntura y nuevo escenario. La empresa está en mejores condiciones relativas que las empresas con las que compite para enfrentar la situación económica - financiera que se vivirá en el país y en el sector en los próximos años.

Debido a las consecuencias de la crisis actual de los Estados Unidos, habrá repercusiones importantes en la disponibilidad de créditos, en la demanda de café y en los precios del café, los resultados operativos de la empresa

continuarán siendo afectados no solo durante el 2009, sino también para el año 2010 -2011 de una forma severa por las características del mercado internacional y las condiciones del sector nacional, por otro lado, la crisis del sector café en El Salvador se profundizará y repercutirá en una baja de la oferta por parte de los productores.

Debido a la crisis y al nivel de los precios, las necesidades de circulante cíclicas de COEX se han visto incrementadas, muchas de estas necesidades cíclicas de circulante son fijas debido al ciclo de producción del café y al hecho que son permanentes a lo largo de la estación de producción del grano (debido a que la empresa otorga financiamiento a los productores, que de no realizar dicha actividad, esta necesidad de fondos sería mínima) por lo cual, ante los cambios de coyuntura, la empresa ha buscado con el aumento de capital fuentes de recursos más permanentes para esta actividad.

COEX deberá profundizar y continuar con el apoyo financiero y de asesoría con los productores para poder cumplir sus proyecciones de quintales de café para las próximas cosechas. Es importante construir alianzas estratégicas con los productores, beneficiadores y exportadores a fin de generar plataformas comunes que mejoren los niveles de costos y buscar un solo hub para el sector en cuanto beneficiado y exportación.

El 2010-2011 será difícil en cuanto lograr las entregas adecuadas por parte de los caficultores, la cual se prevé que continuará siendo muy competida para las próximas cosechas.

COEX ha mejorado la situación financiera de la empresa con la reestructuración del pago del FICAFÉ, aunque no será suficiente para paliar la crisis del sector.

Es importante que la empresa trate de mejorar y que no se le deteriore su apalancamiento y el cobro de las cuentas por cobrar, para lo que es importante que fortalezca sus volúmenes de flujos operativos y su potencial de resultados antes de intereses e impuestos en relación a sus gastos financieros, con lo cual se cuidará la liquidez de la empresa, que será afectada por la recesión.

Se tendrá un impacto acumulativo por la crisis en la rotación de las cuentas por cobrar (contratos y habilitaciones de café), el cobro de éstas podrá ser más difícil.

A partir de las cifras analizadas de los Estados
Financieros de COEX se llega a las conclusiones
siguientes:

La Tasa de Rentabilidad que la empresa ha obtenido a través del período analizado ha ido declinando a partir del año 2000 a consecuencia de la crisis del café y del nivel de competitividad de la caficultura salvadoreña, producto tanto del impacto de los precios internacionales, como también por la disminución de la cosecha nacional. Para poder enfrentar esta crisis y sus consecuencias la empresa realizó varios incrementos en el Capital Social. Es de hacer notar que la rentabilidad del año 2001 es la mitad del valor del año 2000 y posteriormente disminuyó en el 2002, 2003 y 2004 al 2.6%, al 2.4% y al 2.2%; se dio un pequeño aumento en el 2005 y 2006, de 2.3% y 2.78%, en el 2007 al 2.26% y para el 2008 un 2.30%; los precios subieron a finales del año 2003 y se han mantenido altos hasta el primer trimestre del 2008 y es difícil que vuelvan a los precios bajos que se han tenido, aunque es probable que las consecuencias sobre el monto de la cosecha 2008-2009 sea todavía fuerte hacia la baja, al igual que lo fue para la cosechas 2003-2004, 2004-2005 y 2005-2006.

La tendencia del índice de Rentabilidad de los capitales propios: *Beneficio Después de Impuestos/Capital Propio*, se ha ubicado en el rango del 12.5 al 15.1 en el período de 1998 al 2000, pero a partir del 2001 su comportamiento es hacia la baja. El del año 2000 se debió

al aumento en las Utilidades Netas, producto de la sensible reducción del Costo de Venta en ese año y del incremento del 24% en el volumen de ventas con respecto al año anterior; sin embargo, en el 2001 se experimentó una reducción del índice (de 15.1% a 7.6%), causada por la disminución del 47% en ventas, producto de la caída de los precios internacionales del café ocurrido en ese año, así como a los aportes de capital que fueron considerablemente altos en este período. Igualmente, al 31 de Diciembre del 2002, las condiciones en los precios del café persistieron y la empresa realizó un nuevo aumento de capital, conllevando a una fuerte reducción en el índice de rentabilidad, equivalente al 65.8% sobre el año anterior. A Diciembre del 2003, aunque las condiciones en los precios del café mejoraron, la empresa recibió una menor cantidad de quintales a procesar, haciendo que el índice de rentabilidad de 2.4%, llegara al mismo nivel del año anterior. Al 31 de Diciembre del 2004, los precios del café mejoraron a niveles sustanciales, la empresa recibió una mayor cantidad de quintales a procesar, no obstante, el índice de rentabilidad fue del 2.2%.

A 31 de Diciembre del 2005, los precios del café mantuvieron los niveles relativamente altos, la empresa recibió una mayor cantidad de quintales a procesar, dando un índice de rentabilidad del 2.2%.

Para el 31 de Diciembre del 2006, los precios del café han tenido niveles altos, la empresa recibió una mayor cantidad de quintales a procesar, por lo que el índice de rentabilidad fue del 2.78%.

Al 31 de Diciembre del 2007, los precios del café se han mantenido altos, asimismo la empresa recibió más quintales de café para procesar, el índice de rentabilidad fue del 2.26%.

Para Diciembre del 2008, los precios del café se han mantenido relativamente altos, asimismo la empresa recibió más quintales de café para procesar, el índice de rentabilidad fue del 2.30%.

Entre los factores que puedan explicar esta evolución tenemos que se ha experimentado una caída del valor del

Ratios: al 31 de Diciembre de cada año.

$$\frac{\text{Bpt}}{\text{Cap. Prop.}} = \frac{\text{Bait}}{\text{Act. Func.}} \times \frac{\text{Bat}}{\text{Cap. Prop.}} \times \frac{\text{Bpt}}{\text{Bat}}$$

1998:	13.5%	=	0.09	x	3.64	x	0.55	x	0.757
1999:	12.5%	=	0.11	x	3.36	x	0.46	x	0.747
2000:	15.1%	=	0.14	x	3.30	x	0.45	x	0.751
2001:	7.6%	=	0.10	x	2.42	x	0.43	x	0.733
2002:	2.6%	=	0.05	x	1.74	x	0.42	x	0.713
2003:	2.4%	=	0.035	x	1.75	x	0.49	x	0.786
2004:	2.2%	=	0.038	x	1.73	x	0.41	x	0.82
2005:	2.3%	=	0.039	x	1.66	x	0.38	x	0.94
2006:	2.78%	=	0.043	x	1.73	x	0.45	x	0.83
2007:	2.26%	=	0.037	x	1.88	x	0.37	x	0.88
2008:	2.30%	=	0.053	x	2.00	x	0.27	x	0.78

rendimiento técnico (BAIT/Activo funcional), con un 13.6% en el 2000, fue un 10.0% para el 2001, un 5.0% en el 2002, un 3.5% en el 2003, 3.8% en el 2004, 3.9% en el 2005, 4.3% en el 2006, 3.7% en el 2007 y 5.3% en el 2008. Uno de los factores clave o determinante de la caída de la tasa de rentabilidad, es la baja en rendimiento técnico y el cambio en el apalancamiento, que es otro de los factores clave que explican la evolución de la rentabilidad.

De una tasa de apalancamiento de 3.64 para el año 1998 se ha experimentado reducciones anuales hasta llegar a un 2.42 en el año 2001, un 1.74 en el 2002, a un 1.75 en el 2003, un 1.73 en el 2004, un 1.66 en el 2005, a un 1.73 en el 2006, subiendo al 1.88 en el 2007 y un al 2.0 en el 2008. El capital propio en los últimos tres años pasa de \$10.4 Millones en 1999 a \$10.9 Millones en el 2000, a \$16.1 Millones en el 2001, a \$20.9 Millones en el 2002, a \$21.4 Millones en el 2003, a \$20.2 Millones en el 2004, \$20.7 Millones en el 2005, a \$19.8 Millones en el 2006, \$24.6 Millones en el 2007 y a \$24.1 Millones en el 2008 es precisamente los incrementos en el capital que han ayudado a paliar las necesidades de recursos cíclicos, los que anulan el efecto de los movimientos del Activo.

El BPT ha estado en el rango de \$1.1 Millones a \$1.6 Millones durante el período de 1998 al 2001, habiendo reducido hasta \$0.54 Millones en el 2002, luego a \$0.45 Millones en el 2004, \$0.48 Millones en el 2005 y alrededor de \$0.60 Millones en el 2006, 2007 y 2008, reducciones que puede equipararse en monto a la masa de capital propio.

La incidencia de la carga financiera presentada por el ratio siguiente de la pirámide BAT/BAIT no tiene evolución notable; esta cifra oscila entre el 0.55 y un 0.42 en el 2002, el 0.49 en el 2003, el 0.41 en el 2004, el 0.38 en el 2005, el 0.45 en el 2006, el 0.37 en el 2007 y un 0.27 en el 2008, pero sus valores nos dicen que la incidencia de la carga financiera es importante, aunque con los aumentos nuevos de capital el impacto de los intereses ha ido aumentando.

El último de los factores tampoco actúa de forma excesivamente relevante. La presión fiscal ha sido aproximadamente fija entre los períodos, con un 0.25%.

A partir de estos índices, es evidente que la gran masa de capital propio en cierta medida afecta desfavorablemente la rentabilidad.

La explicación es que en el año 1998 el

apalancamiento de $3.64 \times 0.55 = 2.00$, actúa favorablemente y permite potenciar su rentabilidad del 13.5%, con un rendimiento técnico del 9.0% y el ineludible pago fiscal.

En 1999 el factor de apalancamiento de $3.36 \times 0.46 = 1.55$ actúa favorablemente y permite potenciar su rentabilidad del 12.5%, con un rendimiento técnico del 11.0% y el pago al fisco.

Para el año 2000 el apalancamiento de $3.30 \times 0.45 = 1.49$, sigue actuando favorablemente y permite potenciar su rentabilidad del 15.1%, con un rendimiento técnico del 14.0% y el recorte fiscal.

En el 2001 el factor de apalancamiento del $2.42 \times 0.43 = 1.04$, es demasiado débil para soportar el recorte fiscal que los sitúa (post-impuestos) en: $1.04 \times 0.733 = 0.76$ y con un rendimiento técnico del 10.0% generando una rentabilidad post-impuestos mucho menor, 7.6%.

En el 2002 con un factor de apalancamiento de $1.74 \times 0.42 = 0.73$, que junto a un rendimiento técnico del 5.0% lleva a una rentabilidad post-impuestos del 2.6%.

En el 2003 con un factor de apalancamiento de $1.75 \times 0.49 = 0.85$, que junto a un rendimiento técnico del 4.0% lleva a una rentabilidad post-impuestos de el 2.4%

En el 2004 con un factor de apalancamiento de $1.73 \times 0.41 = 0.70$, que junto a un rendimiento técnico del 3.8% lleva a una rentabilidad post-impuestos de el 2.2%, la cifra más baja alcanzada durante el período analizado.

Para el 2005 con un factor de apalancamiento de $1.66 \times 0.38 = 0.63$, que junto a un rendimiento técnico del 3.9% lleva a una rentabilidad post-impuestos de el 2.3%.

En el 2006 con un factor de apalancamiento de $1.73 \times 0.45 = 0.77$, que junto a un rendimiento técnico del 4.3% lleva a una rentabilidad post-impuestos de el 2.78%.

Para el 2007 con un factor de apalancamiento de $1.88 \times 0.37 = 0.69$, que junto a un rendimiento técnico del 3.7 % lleva a una rentabilidad post-impuestos de el 2.26%.

En el 2008 con un factor de apalancamiento de $2.0 \times 0.275 = 0.55$, que junto a un rendimiento técnico del 5.3 % lleva a una rentabilidad post-impuestos de el 2.30%.

Se puede decir que del año 1998 al 2000 se tuvieron situaciones en que la empresa actuó con apalancamiento financiero favorable, en cuyo caso, la política de endeu-

damiento siempre le ayudó a potenciar sus rentabilidades superiores al rendimiento técnico. Sin embargo, desde el año 2001 se dio el caso de tener apalancamientos financieros desfavorables, y que haya limitado tanto su carga financiera que la carga fiscal posterior se aplique sobre un alto beneficio y provoque apalancamiento financiero fiscal desfavorable como en el caso del 0.73 citado para el año 2001.

El rendimiento de los activos: (*BAIT/Activos Funcionales*) mejoró con relación al índice del año 1998, sin embargo fue contrarrestado por la disminución en los índices (*Activos Funcionales/Capital Propio*) y (*Bat/Bait*), que incidieron en el resultado.

Para los años venideros, la manera de mejorar la rentabilidad sería a través de dos opciones: El incremento en las ventas, y/o la reducción en los Costos de Venta. El incremento en las ventas (en parte por la mejoría de los precios internacionales y subir los quintales recibidos) se perfila como la opción principal, ya que la disminución de costos posiblemente estaría llegando a su límite permisible.

Otra posibilidad de mejoría para el rendimiento del Capital sería el incremento de los ingresos financieros provenientes de los Usuarios de Fondos para Habilitaciones de Contratos de Café y de los otros servicios de Financiamiento que la empresa provee a sus afiliados y Proveedores de café, que sólo es posible si se genera una política sectorial hacia el sector café que le permita salir de la baja producción - productividad y resolver el problema financiero del endeudamiento.

VOLÚMENES DE OPERACIÓN

Balance General Resumido - 31 de Diciembre (Cifras en \$ Millones)

Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Activo Fijo Funcional	16.8	18.8	18.3	18.2	17.3	15.9	21.0	25.6
Activo Circulante	22.2	17.6	19.1	16.8	17.1	18.3	25.3	25.6
Cajas y Bancos	0.4	0.2	0.5	1.1	0.5	0.47	0.22	1.38
Inventarios	1.6	1.9	2.0	3.2	1.5	4.09	5.74	4.54
Cuentas por Cobrar	20.2	15.5	16.6	12.5	15.0	12.9	18.6	19.1
Total Activo	39.0	36.4	37.4	35.0	34.4	34.3	45.40	48.28
Capital Propio	16.1	20.9	21.4	20.2	20.7	19.8	24.6	24.2
Exigible a largo plazo	12.4	9.2	5.7	5.1	3.9	3.2	8.0	7.3
Exigible a corto plazo	10.5	6.3	10.3	9.7	9.8	11.3	13.7	16.8
Total Pasivo	22.9	15.5	16.0	14.8	13.7	14.5	21.7	24.1
Total Pasivo y Capital	39.0	36.4	37.4	35.0	34.4	34.3	46.3	48.28

Estado de Resultados Resumido - 31 de Diciembre (Cifras en \$Millones)

Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ventas Netas	14.4	15.8	10.5	12.3	17.8	21.2	26.2	36.8
Costos Variables	7.8	11.8	7.5	9.3	14.5	17.1	21.7	31.3
Margen Bruto	6.6	3.9	3.0	3.0	3.3	4.06	4.52	5.55
Gastos Estructurales	2.9	2.5	1.9	1.9	2.2	2.8	3.2	3.2
Resultados de Explotación	3.7	1.5	1.06	1.1	1.1	1.2	1.3	2.3
Menos: Gastos Financieros	2.2	1.1	0.6	0.77	0.8	0.8	1.1	1.9
Más: Otros Ingresos	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.6	0.3	0.2
Resultados antes de Imp.	1.7	0.8	0.6	0.5	0.5	0.66	0.63	0.71
Impuestos	0.5	0.2	0.1	0.1	0.03	0.15	0.18	0.15
Resultados Netos	1.2	0.5	0.5	0.45	0.48	0.55	0.55	0.60

La producción nacional de café ha venido sufriendo disminuciones desde la cosecha 99/00 como consecuencia de la crisis que viene afectando al sector, de la carencia de una política sectorial y del poco crédito disponible para las labores de mantenimiento y de mejora. Como consecuencia, ha disminuido el parque cafetero nacional, tanto en la densidad de las plantaciones como en el área sembrada. Para COEX, el total de qq. procesados durante el año 2002-2006 reflejan la enorme crisis que vive el sector cafetalero nacional.

Este escenario mantuvo la misma forma y tendencia para la cosecha de 2006-2007, debido a que la cosecha nacional ha bajado fuertemente y que la competencia ha sido muy alta para obtener la entrega del café de los productores grandes y medianos.

Esto también se perfila de la misma forma y tendencia para la cosecha de 2007-2008. por las mismas razones anteriormente mencionadas

En los períodos 2003/2004, 2004/2005 y 2005/2006 se dio una fuerte reducción con relación a las cosecha anteriores, debido a que la cosecha bajó y a la fuerte competencia interna.

Es importante tomar en cuenta que la Producción Exportable Nacional ha tenido una sustancial disminución en los últimos períodos. Este fenómeno es el segundo acto de la crisis internacional del café, el primer acto fue la baja de

precios, el segundo: la caída pronunciada de la cosecha nacional; el tercer acto: el nuevo equilibrio de productores y beneficiadores, así como la mayor rivalidad que se está desarrollando, lo que será difícil de enfrentar para este sector. El siguiente acto será el estancamiento de la situación del nivel de producción.

El escenario potencial para la cosecha 2007/2008 mantiene la tendencia, alrededor de 1.6 Millones de qq., lo que tendrá repercusiones adversas en la situación económica financiera de todos los elementos nacionales de la cadena de valor del café.

La reducción de quintales oro uva en el período para las cosechas 2002-2003, 2003-2004, 2004-2005, 2005-2006 y 2006-2007, representó para COEX una disminución sustancial de quintales procesados en el período a consecuencia de que la cosecha nacional ha decrecido drásticamente, sumado a la alta competencia que se tiene para conseguir la entrega del café de los productores grandes y medianos a fin de obtener los mismos niveles de participación y valores absolutos de qq.

INGRESOS Y RESULTADOS OPERATIVOS

Ingresos

Los ingresos totales están conformados por los ingresos por exportaciones, intereses de financiamiento productores de café, por ventas del café molido «COEX CAFÉ» y la ventas de los Coffee Station.

Las Ventas Consolidadas Netas experimentaron reducciones significativas a partir de 1998, obteniendo solamente una ligera mejoría en el año 2000, que fue anulada en el

2001 por una caída mayor del precio internacional del café. La reducción entre esos dos períodos fue del 47%, equivalente a \$12,821,623.00. Esta reducción fue originada simultáneamente en la caída de los precios del café y en la caída de los volúmenes de venta (la cosecha nacional ha sido cada vez menor).

Posteriormente, durante el 2002 presentan un ligero incremento del 9.5% debido a un alza del 24.4% en el volumen de exportaciones, incremento que se vio acompañado de un aumento del 1.3% en los precios promedio por quintal.

En el 2003 COEX presentó una baja en la cuota de mercado al tener un 7.95%, reducción debida a una disminución del 37.2% en el volumen de exportaciones, esto se vio acompañado de una alza del 29.8% en los precios promedio por quintal. Al 31 de Diciembre del 2003, los ingresos de COEX, que provienen de las exportaciones, ventas de café en plaza, ventas del café molido «COEX CAFÉ» y tiendas de café gourmet, experimentaron una reducción del 33.2% sobre las cifras de Diciembre del año anterior. Esta reducción fue producto, principalmente, de la caída en el volumen de quintales exportados, y aún cuando los precios promedio por quintal tuvieron una mejoría del 29.8%, ésta no fue suficiente para contrarrestar el efecto de los qq. recibidos y en la caída en las ventas, considerando que los ingresos principales de COEX son derivados del café exportado.

Al 31 de Diciembre del 2005 y 2006, los ingresos de COEX fueron del orden de \$17.84 millones y \$21.2 millones respectivamente, ingresos que provienen no solo de las exportaciones, sino también de intereses de financiamiento otorgados a productores de café, ventas de café en plaza, ventas del café molido «COEX CAFÉ» y tiendas de café gourmet. Han experimentado un au-

PARTICIPACIÓN DE COEX EN LA EXPORTACIÓN NACIONAL (QQ)

	01 / 02	02 / 03	03 / 04	04 / 05	05 / 06	06 / 07	07 / 08*
Producción Exportable Nacional	2,069,028	1,770,139	1,783,964	1,711,806	1,628,821	1,550,777	1,970,000
Exportaciones de COEX	213,447	132,930	141,000	135,380	166,934	183,484	172,884
(+) Inventario	-	955	-	-	-	-	-
Total COEX	213,447	133,885	141,000	135,380	166,934	183,484	172,884
Participación (%)	10.32%	7.95%	7.9%	7.91%	9.75%	11.83%	13.9%

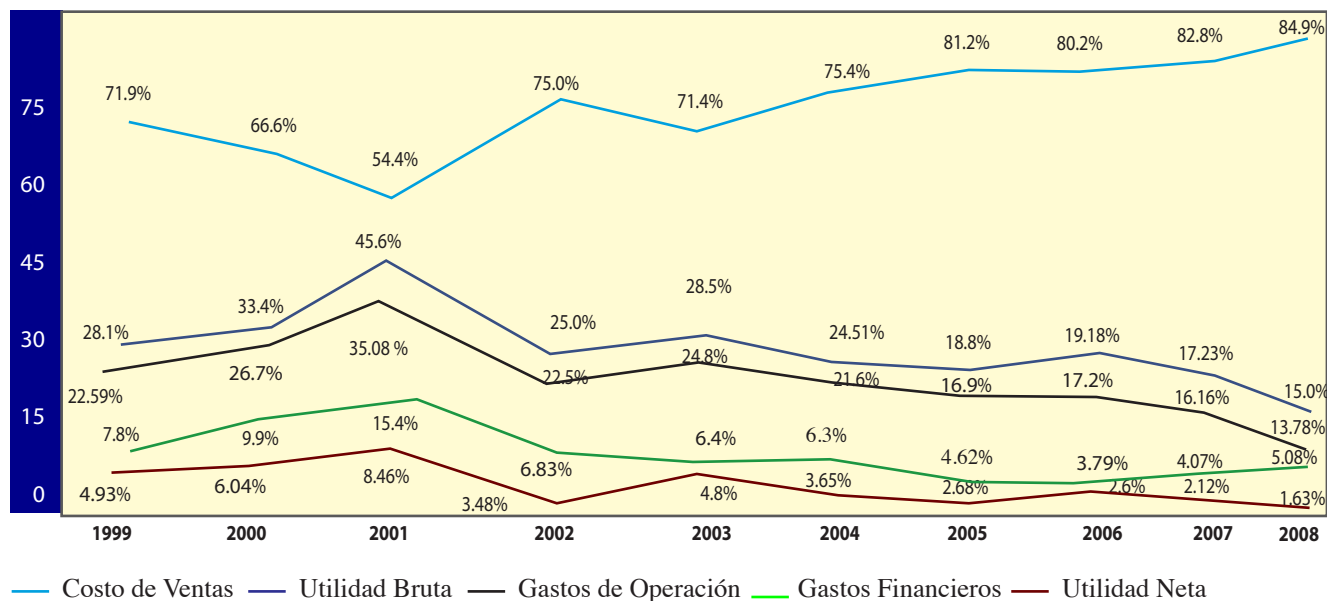
* Proyectado

mento sobre las cifras de Diciembre del año anterior, siendo los valores más altos de los últimos cinco años. Este aumento, es producto principalmente del aumento en los precios promedio por quintal que tuvieron una mejoría sustancial. Las ventas alcanzadas a Diciembre del 2007, de \$21.2 millones logradas al 2006, subieron a \$26.23 millones a Diciembre del 2007, representando un incremento porcentual del 23.7% entre ambos periodos. Sin embargo, a Diciembre del 2008 éstas fueron de \$36.85 millones, un 40.5 % más que la cifra lograda en el 2007, siendo éstas las mayores ventas logradas en el periodo estudiado.

El impacto en los ingresos se origina principalmente en la caída de los precios del café que comenzó en 1998. A la fecha, y partiendo del precio base de \$147.00 en 1998 a un precio alrededor de \$70.00 a finales del 2003, éste ha disminuido en un 52%, lo que significa que la empresa, de haberse mantenido el precio del año '98, ha dejado de percibir ingresos considerablemente por el efecto precio y cantidad. En el 2002 se logró un incremento en los Ingresos por Exportación debido a un incremento en los volúmenes exportados y en los precios promedio por quintal, pero para el 2003 se vio afectado por la baja de la cosecha de café, éste producto de la falta de una política sectorial que ayude a no perder cuota de mercado al país, a mantener esta participación y a no descuidar el parque cafetero.

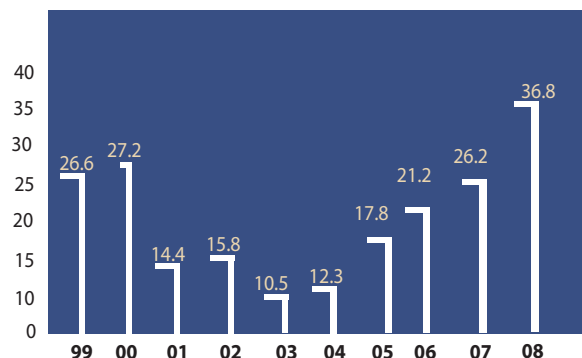
La participación de COEX dentro de los volúmenes

ESTADO DE RESULTADOS : ESTRUCTURA %



de Exportación Nacional ha sido variada dentro del período correspondiente a 1998 - 2004. Su mejor año de exportaciones fue el período operativo 99/00 en que llegó a 306,258 qq., ese volumen representó el 9.24% dentro de la Exportación Nacional Total. El período 98/99 exportó 201,909 qq., el 8.61% de la Exportación Nacional Total. Para la cosecha 2000/2001 exportó 213,447 qq. que representó el 10.32% de la Exportación Nacional Total, hay que tener presente que se tuvo una disminución en la Producción Exportable Nacional sustancial. El año 2002/2003 exportó 133,885 qq. con una cuota de mercado del 7.95% de la Exportación Nacional Total. Para el año 2003/2004 exportó 141,000 qq. con una cuota de mercado del 8.70% de la Exportación Nacional Total.

Ventas Netas
Millones de dólares



En el período 2004/2005, se exportaron 152,118.30 qq con una participación del 8.19%. En el período 2005/2006, se exportaron 165,000 qq con una cuota de mercado del 10.1%. En el período 2006/2007, se exportaron 157,780qq participando con el 12.7% del total de las exportaciones del país. Este fenómeno es el segundo acto del impacto en el sector café nacional de la crisis internacional del café, el primer acto fue la baja de precios, el segundo fue la caída pronunciada de la cosecha nacional. El tercer acto la recomposición de la rivalidad competitiva del sector café nacional, está por entrar y se perfila que será difícil para el sector.

Los ingresos totales no están constituidos únicamente por las ventas de café al exterior, sino que también incluyen las ventas locales de café molido marca «COEX CAFÉ» y de los «Coffee Station» localizados en varios los principales centros comerciales del país (siete tiendas actualmente), que se puede perfilar como una novedosa opción de fuente de Ingresos y para la venta del café a un mejor precio y como un sistema adicional de publicidad a los productos de la empresa para la venta del café a un mejor precio, aunque dependen de la visión de marketing de éstos.

COEX es una empresa diversificada, uno de los aspectos de esta diversificación son los Coffee Station, el concepto de las «Tiendas de Café» ha sido muy bien explotado desde la apertura de la primera tienda en el Centro Comercial Galerías en Abril del 2002 habiendo desde entonces inaugurado nuevas y cerrado otras, es necesario definir el posicionamiento del producto.

La empresa está logrando un buen nivel de diversificación por medio de la integración del negocio hacia adelante, el cual aporta para el 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 y 2008 un 13%, un 15.7 %, un 12.5%, un 10.5% , 8.5% y 7.5% de las ventas totales respectivamente.

En su totalidad, y aún con los efectos positivos aportados por las ventas de café molido y los Coffee Station, las Ventas Consolidadas Netas han experimentado reducciones, las cuales se originan en la caída de los precios internacionales del café, la caída de la producción nacional, el círculo de causación circular acumulativo que estos dos fenómenos están generando y dado que el aporte principal a las ventas proviene de las exportaciones (89.48%), su impacto es considerable. Adicionalmente, al reducir los precios, los volúmenes de venta en quintales también han ido variando. Al 2005 el precio experimentó un incremento del 21.6 % sobre el año anterior, al 2006 el precio un incremento del 7.9 % sobre el 2005, al 2007 el precio aumentó en 14.7% y un 4.0% en el 2008 el precio.

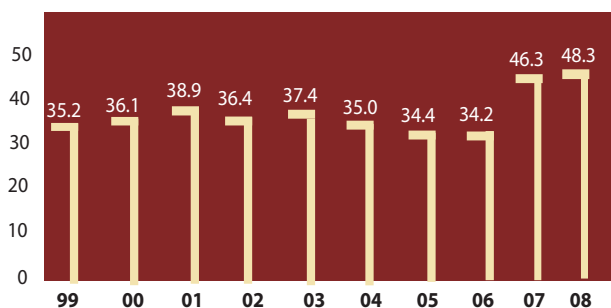
Costo de las ventas

Como porcentaje del total de ingresos, el costo de ventas en el periodo 2008 representó 84.95% del total de las ventas, en el periodo 2007 representó 82.87% del total de las ventas, en el 2006 fue el 80.82%, un 81.20% en el 2005, 75.49% para el 2004 y en el 2003, el 74.9% en el 2002, 54.3% en el 2001, de 66.5% en 2000 y el 71.88% en 1999. Estos costos se ven afectados por las políticas comerciales y por los precios pagados a los productores para mejorar la posición de la empresa en cuanto cuota de mercado y la rentabilidad de los productores por las condiciones que enfrentaron en el mercado.

En el 2002, los Costos de Venta tuvieron un incremento porcentual originado en dos fuentes, primero la reducción del volumen de los ingresos por la caída en los precios promedio del quintal exportado, que potencia el mayor

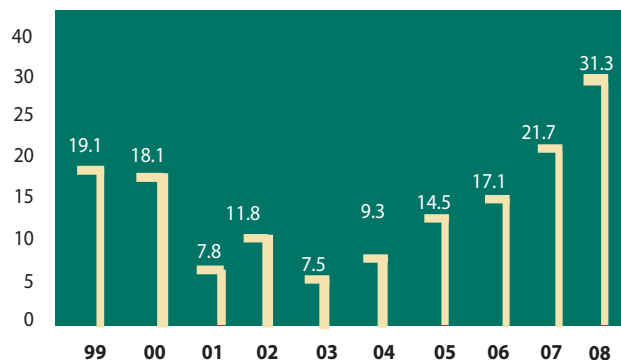
Activos Totales

Millones de dólares



Costo de Ventas

Millones de dólares



peso de los Costos Fijos y luego por el incremento de los costos en sí, aunque éstos por si solos estos no incrementaron en igual proporción.

En el 2003 se experimentó de nuevo una reducción del 36.3% en los Costos de Venta, principalmente por la reducción en el número de quintales procesados.

Los costos de venta en diciembre de 2004 representaron el 75.49% de los Ingresos Totales, en el 2005 el 81.20%, un 80.82% en el 2006, el 82.77% en el 2007, y el 84.95% en el 2008, este aumento tiene su raíz en la mejora de los precios pagados a los productores.

Las Utilidades

La empresa ha logrado mantener un nivel de Utilidades, de tal forma que sus Utilidades Netas se han mantenido en un rango, aún habiendo disminuido sus ingresos por ventas en algunos años comprendidos dentro del período estudiado.

Para 1998, los costos de Venta redujeron en relación al año anterior, dando como resultado una Utilidad Neta equivalente al 3.59% de los Ingresos Totales; en 1999 las Utilidades Netas fueron el 4.93% de los Ingresos Totales, en el 2000 un 6.04% y en el 2001 el 8.46%. Sin embargo en el 2002 los Costos de Venta subieron nuevamente y las Utilidades Netas alcanzaron solamente al 3.48% de los Ingresos Totales. En el año 2003 y 2004, las Utilidades Netas representaron el 4.8% y el 2.35% de los Ingresos Totales.

En el período 2005, los Costos de Ventas incrementaron al 81.20% y las Utilidades Netas representaron el 2.68% del Total de los Ingresos. Para el período 2006, los Costos de Ventas fueron 80.82% y las Utilidades Netas representaron el 2.8% del Total de los Ingresos.

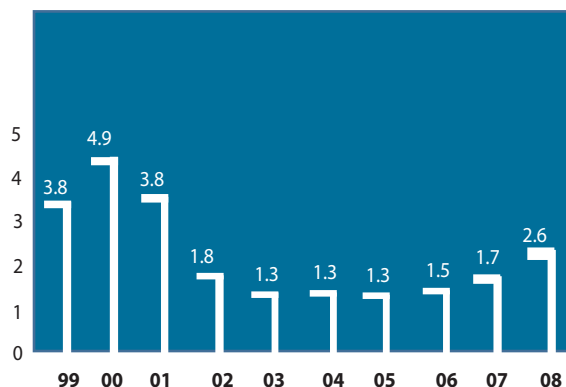
A Diciembre del 2007 Los Costos de Ventas representaron el 82.67% de los Ingresos Totales, incrementando un 26.7% con respecto a los Costos de Venta del 2006; sin embargo, las Utilidades Netas también incrementaron en 2.12% con relación al periodo anterior ya que ascendieron a \$555,189.00, pero este efecto fue aportado por el incremento en “Otros Ingresos”.

Al 31 de Diciembre del 2008 Costos de Ventas representaron el 84.95% de los Ingresos Totales, incrementando un 44.2% con respecto a los Costos de Venta del 2007, asimismo, las Utilidades Netas también incrementaron con relación al periodo anterior ya que ascendieron a \$556,217.00

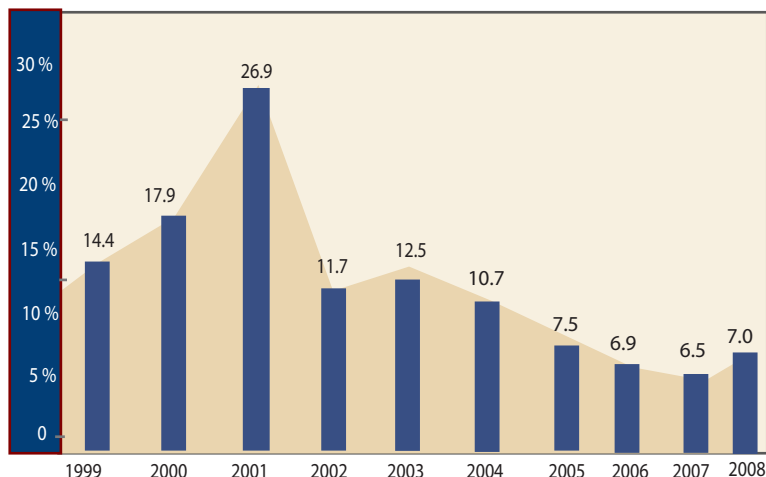
Los **Resultados antes de Intereses e Impuestos EBIT** comenzaron a subir a partir de 1998, debido a la reducción de costos, sin embargo, a partir el año 2000 sufrieron un descenso como resultado de la reducción en los volúmenes de venta experimentados, que se prolonga hasta el 2004, en que se obtiene el EBIT más bajo del período analizado subiendo levemente para el año 2005 y manteniéndose para el 2006. A Diciembre del 2007 el EBIT experimenta un incremento del 15.8% sobre el año anterior, como efecto de un incremento del 33% en los Gastos Financieros, y para el 2008 subió un 52.1%.

EBIT

En millones de dólares

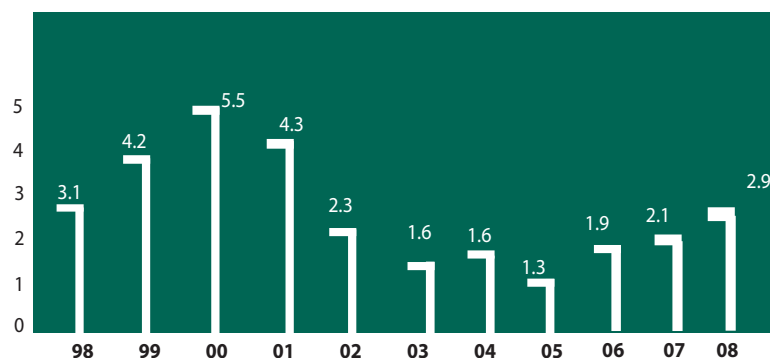


EBIT / Ventas Netas

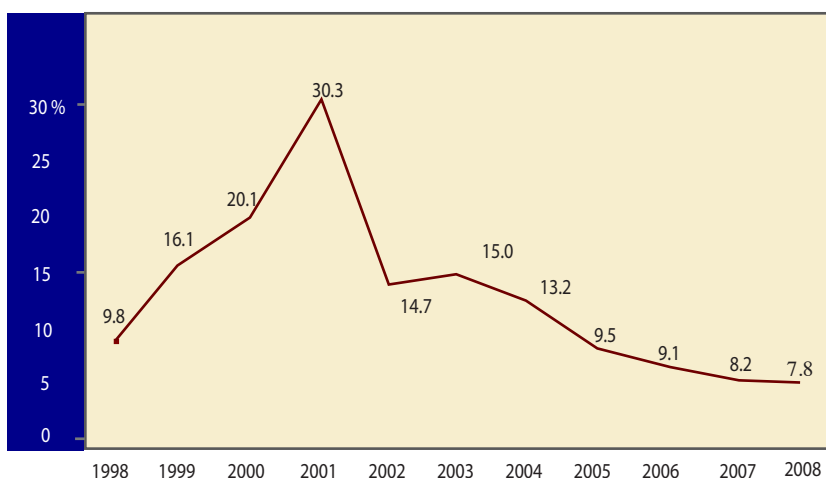


EBITDA

En millones de dólares



EBITDA / Ventas Netas



El coeficiente EBIT/Ventas Netas, sin embargo, mantuvo su tendencia alcista desde 1998 hasta el 2001, apoyado más en las reducciones en Ventas Netas que en los crecimientos de las Utilidades. Pero a partir del 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 y 2008 ha declinado desde el 26.9% hasta el 11.7%, un 12.5%, 10.7%, 7.5%, 6.9% y luego al 6.5% incrementando al 7.1% para el 2008, como efecto del incremento en los Costos de Producción. En el 2008 la variación de este coeficiente ha sido mayormente determinada por el incremento en las ventas netas, ya que aun cuando hubo un cierto incremento en las utilidades y una mayor influencia proveniente de los Gastos Financieros, estos no fueron lo suficientemente grandes como para enfrentar el crecimiento en ventas.

Los *Resultados antes de Intereses e Impuestos más Depreciaciones y Amortizaciones* EBITDA han seguido un patrón de comportamiento similar al del EBIT.

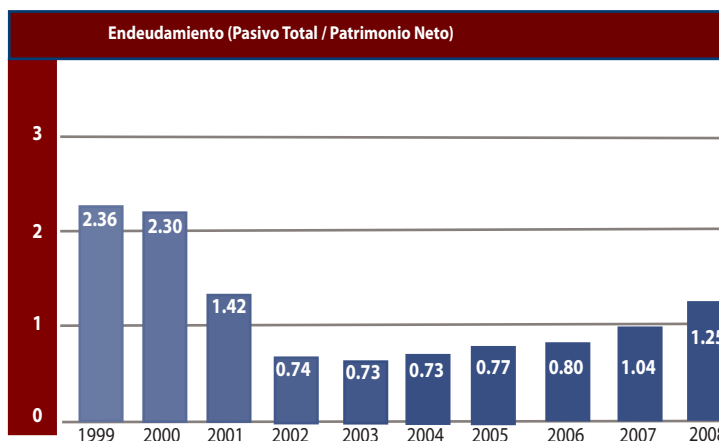
Igual sucede con el coeficiente EBITDA/Ventas Netas, cuyo patrón asemeja al del EBIT/Ventas Netas en todos los años del período analizado. Pero al llegar al 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 y 2008 baja desde el 30.3% hasta el 14.7%, un 15.7%, 13.2%, 9.5%, al 9.1%, 8.2% y al 7.8% como efecto del incremento en los Costos de Producción.

ENDEUDAMIENTO:

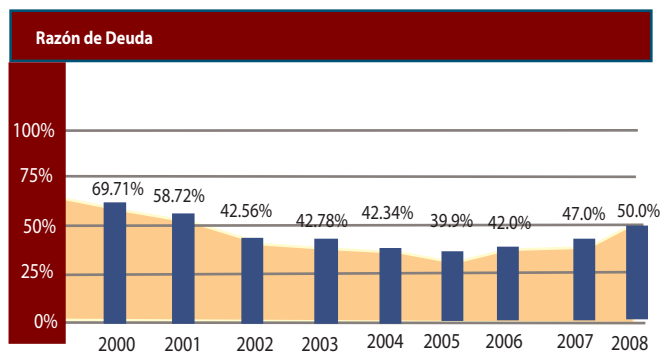
La Deuda Total al 31 de Diciembre de 1998 era de \$22.4 Millones y su componente principal eran los Préstamos Bancarios de Corto Plazo (el 61.20% de la Deuda Total), seguidos por las Cuentas por Pagar (20.91%) y por las Obligaciones por Emisiones a Vencer (13.41%).

En cambio en la misma fecha de 1999 y con un total de \$24.7 millones, aun cuando en primer lugar estuvieron siempre los Préstamos Bancarios de Corto Plazo (50.78%), el segundo componente más fuerte fueron los Préstamos Bancarios a Largo Plazo (17.95%), seguidos por las Emisiones a Vencer (16.20%). La Deuda Total de 1999 incrementó un 10.4% con relación a 1998.

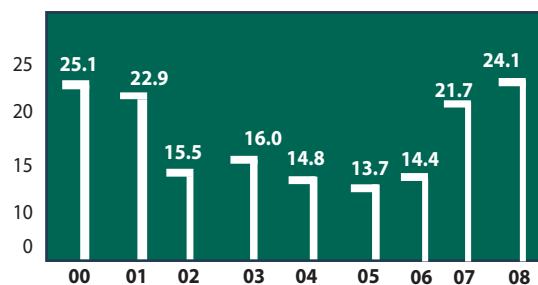
Al 31 de Diciembre del 2000 la Deuda Total ascendía a \$ 25.1 Millones, de los cuales el 34.09% corresponde a Obligaciones por Emisiones a Mediano Plazo; el 33.31% está representado por



	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Razón de Deuda	42.56	42.78	42.34	39.9	42.0	47.0	50.0
Apalancamiento	1.74	1.75	1.72	1.65	1.73	1.88	1.99
Pasivo Total / Patrimonio Neto	0.74	0.73	0.73	0.76	0.80	1.04	1.25

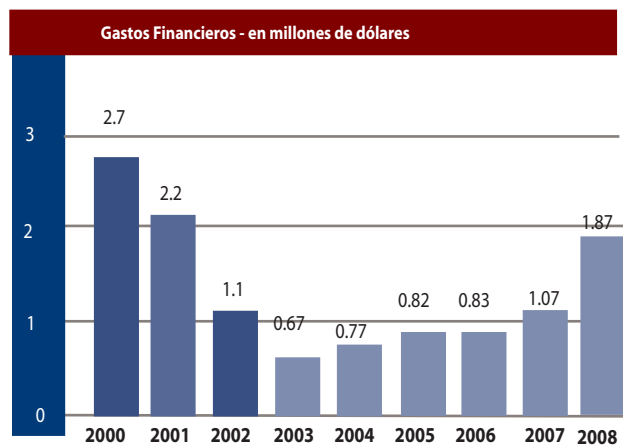


Pasivos Totales
Millones de dólares



ESTRUCTURA DE CRÉDITOS DE COEX

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bancos Corto Plazo	6,634,971	2,296,733	4,868,547	3,967,160	8,331,796	12,483,305	16,913,872
Bancos Largo Plazo	3,581,988	2,921,054	2,330,993	2,244,029	2,982,858	7,411,895	6,824,493
Compañías Afiliadas	2,630,818	180,012	2,686,438	2,188,139	-	-	-
Certificado Inversión	8,571,429	6,125,714	2,491,200	3,000,000	1,100,000	-	-
Total de Obligaciones	21,419,206	11,523,513	12,377,178	11,580,824	12,414,654	19,895,199	23,738,365
Tasa Promedio Ponderada	6.90%	6.53%	5.92%	6.18%	7.01%	7.63%	9.15%



los Préstamos Bancarios de Corto Plazo y el 14.45% por los Préstamos Bancarios a Largo Plazo y la Deuda Total incrementó el 1.7% con relación al año anterior.

Para el 2001 la Deuda Total redujo un 9.0% con relación al 2000 y su monto total (\$22.9 Millones) estuvo compuesto principalmente por las Obligaciones por Emisiones a Mediano Plazo (37.45%), Préstamos Bancarios a Corto Plazo (28.99%) y los Préstamos Bancarios a Largo Plazo (15.65%).

Al 2002 la Deuda Total fue de \$15.51 Millones, compuesta principalmente por Pasivos de Mediano y Largo plazo y redujo el 32.2% con relación al 2001, es decir \$7.37 Millones. También en el período 2000 al 2001, la Deuda Total tuvo una reducción del 9.0%, experimentada principalmente en los Pasivos Circulantes y específicamente en Cuentas por Pagar y Préstamos Bancarios.

Al 31 de Diciembre de 2003 la Deuda Total era de \$16.0 Millones siendo el componente principal los Préstamos Bancarios de Corto Plazo (el 39.75% de la Deuda Total), Préstamos Bancarios a Largo Plazo (24.35%), seguidos por las Cuentas por Pagar (20.1%), y por las Obligaciones por Emisiones (10.51%).

Al 31 de Diciembre de 2004 la Deuda Total era de \$18.4 Millones y al igual que el periodo anterior su componente principal eran los Préstamos Bancarios de Corto Plazo (el 27.52% de la Deuda Total), Préstamos Bancarios a Largo Plazo (11.46%), seguidos por las Cuentas por Pagar (25.6%), y por las Obligaciones por Emisiones (13.49%).

La Deuda Total al 31 de Diciembre de 2005 era de \$13.7 Millones manteniendo la misma estructura del 2004: Préstamos Bancarios a Corto Plazo con \$3,967,160 (28.9 % del total de

las deudas), seguidos por los Préstamos Bancarios a Largo Plazo con \$ 2,244,029 (16.3%), Deudas con Compañías Afiliadas 15.9.% (\$2,193,635) y los Certificados de Inversión con (21.9%) \$3,000.000.

Al 31 de Diciembre de 2006 la Deuda Total era de \$14.9 Millones, siendo sus principales componente los Préstamos Bancarios a Corto Plazo con \$8,331,796 (24.2 % del total de las deudas), seguidos por los Préstamos Bancarios a Largo Plazo con \$ 2,669,691 (7.78%), y los Certificados de Inversión con (3.2%) \$1,100.000.

La Deuda Total al 31 de Diciembre de 2007 ascendió a \$19.89 millones manteniendo similar estructura que los años anteriores, es decir los Préstamos Bancarios a Corto Plazo con \$12.48 Millones (62.75 % del total de las deudas) en primer lugar y en segundo lugar los Préstamos Bancarios a Largo Plazo con \$7.4 millones (37.25%).

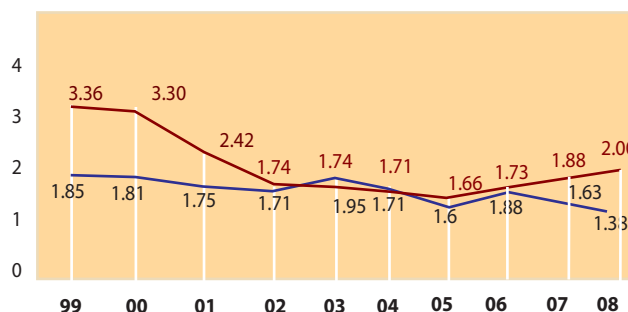
Al 31 de Diciembre del 2008, la Deuda Total ascendió a \$24.11 millones, de los cuales los Préstamos Bancarios a Corto Plazo suman \$16.93 Millones (71.25 % del total de las deudas) y los Préstamos Bancarios a Largo Plazo con \$6.8 millones (28.7%)

La Razón de Endeudamiento ha mostrado tendencia a la reducción desde 1998 hasta el 2006, habiendo pasado del 72.52% en 1998, a un 42.56% en el 2002, un 42.78% en el 2003, 46.0% en el 2004, 40% en el 2005, 42% en el 2006. Sin embargo en el 2007 y 2008 la Razón de Endeudamiento incrementa ligeramente hasta el 47% y 50% respectivamente debido a que los Pasivos Totales crecieron 14.7 puntos porcentuales más que los Activos Totales, principalmente en el Total de Activos a Mediano y Largo Plazo.

En Diciembre del 2008, la Razón de Endeudamiento incrementa ligeramente hasta 50%

Apalancamiento y Cobertura de Intereses

En número de veces



Indices de Endeudamiento y Cobertura de intereses

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Relación pasivo-patrimonio neto	2.30	1.42	0.74	0.73	0.73	0.76	0.80	1.04	1.25
Coefficiente de endeudamiento	0.70	0.59	0.43	0.43	0.43	0.40	0.42	0.47	0.50
Cobertura de intereses (en base al EBIT)	1.81	1.75	1.71	1.95	1.78	1.58	1.88	1.63	1.38

La empresa ha incrementado su capital, orientada a la reducción de sus Pasivos o de sustituirlos por otros de menor costo a fin de reducir sus Gastos Financieros, que efectivamente comenzaron su descenso a partir del año 2000, tal como se puede observar en la gráfica adjunta. Este coeficiente ha perdido 49.0 puntos porcentuales desde el inicio del período evaluado.

El Apalancamiento también ha experimentado reducciones anuales consistentes, que le han llevado del 3.64% en 1998 hasta 1.66% en el 2005, 1.73 % en el 2006, en el 2007 a 1.88%, en parte por la reducción en los Pasivos Circulantes, pero en el 2008 sube a 2.00%, su mayoría por el aumento del 63.0% de Capital Social, el cual fue destinado principalmente para pago de deuda, efecto que se hace notar en los cambios de la Razón de Endeudamiento.

Cobertura:

A pesar de la crisis que el sector cafetalero ha enfrentado durante el período analizado, la caída de los precios internacionales del café, la crisis crediticia de los caficultores, los problemas de desatención de las fincas, factores meteorológicos,

baja en la cosecha nacional, la compañía continuó generando un nivel de Flujo de Efectivo suficiente para cubrir sus obligaciones financieras. Pero es de hacer notar que en la medida en que las Utilidades Netas han experimentado reducciones a lo largo del período analizado, la Cobertura de los Intereses también ha ido mostrando reducciones consecuentes, pasando de una cobertura de 2.22 veces en 1998 hasta una cobertura de 1.38 veces en el 2008, sin embargo,

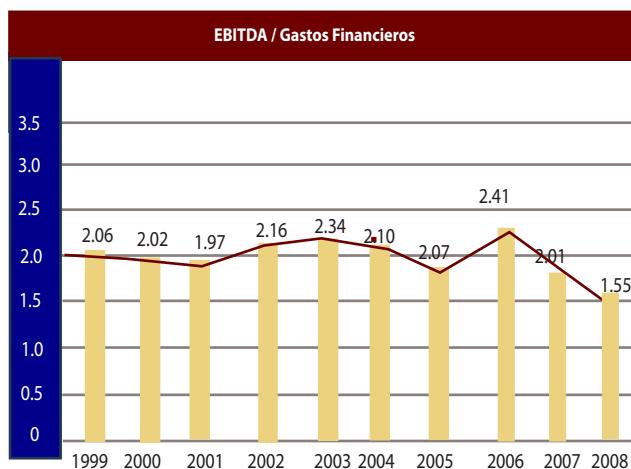
Razones de Cobertura:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ebit/Gastos Financieros	1.81	1.75	1.71	1.95	1.71	1.62	1.82	1.59	1.38
Ebitda/Gastos Financieros	2.02	1.9	2.16	2.34	2.10	2.07	2.41	2.01	1.55
Pasivo Total/Ebitda	4.59	5.2	6.66	10.09	9.09	8.06	7.49	12.79	8.33
Cobertura de Intereses	1.81	1.75	1.71	1.95	1.71	1.58	1.88	1.63	1.38

Este coeficiente ha disminuido a lo largo del período analizado a pesar de que el EBIT ha mantenido una tendencia variable, con alza en los

años centrales del mismo, pero que en contraste con las variaciones de los Gastos Financieros es siempre inferior. Desde 1998 (2.22 veces) hasta el 2008 (1.38 veces) ésta sigue siendo positiva.

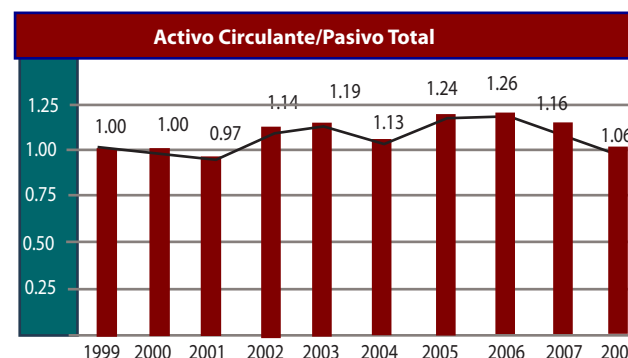
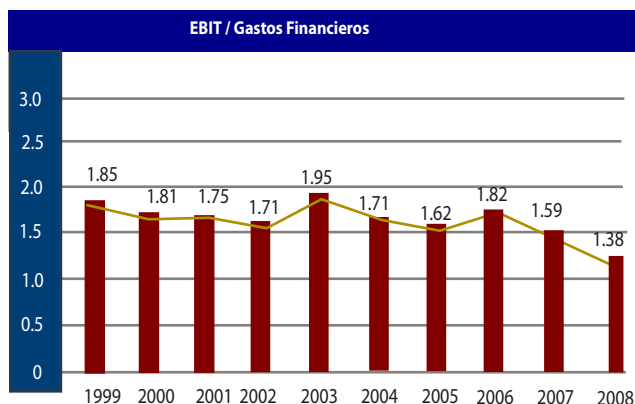
El coeficiente EBITDA/Gastos Financieros ha

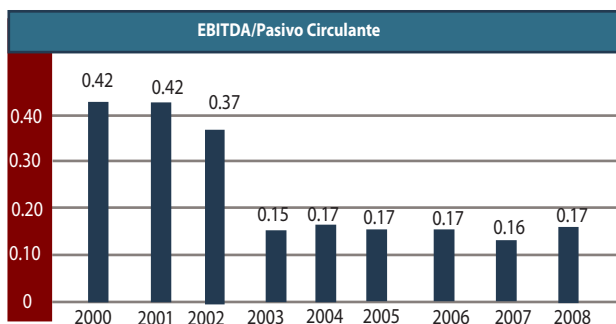


hasta la fecha la cobertura ha sido favorable, ya que a pesar de la reducción en las Utilidades Netas, también los Gastos Financieros han ido disminuyendo en la medida en que se han sustituido los créditos más caros por fuentes menos onerosas.

El coeficiente EBIT/Gastos Financieros nos muestra en que proporción los Gastos Financieros se encuentran cubiertos por las Utilidades antes de Intereses e Impuestos.

23





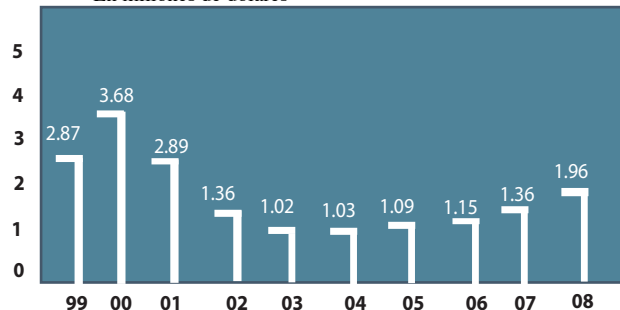
seguido un comportamiento similar al del EBIT/Gastos Financieros, descendiendo desde el 2.53% de 1998 hasta el 1.97% del 2001, pero en el 2003 experimenta una ligera mejoría hasta llegar al 2.34%, originada en la disminución de los Gastos Financieros que representan casi la mitad de lo que fueron el año anterior. En el 2005 y 2006 fue de 2.07% y 2.41% respectivamente, descendiendo al 2.01% en el 2007 y a 1.55% en este ejercicio.

En cuanto a los Activos Circulantes/Pasivo Total, que muestra la proporción en que los Activos Circulantes pueden dar cobertura a la Deuda Total en un momento determinado, es importante mencionar que desde 1998 hasta el 2000 la proporción fue de uno a uno, habiendo tenido una ligera disminución hasta el 97.0%, en el 2001, para luego subir en el 2003 hasta 1.14 veces, el 2004 de 1.13 veces, el 2005 de 1.24 veces, el 2006 de 1.26 veces, el 2007 de 1.16 veces y 1.06% en el 2008, habiendo perdido 0.2 y 01 puntos de cobertura debido al crecimiento de los Pasivos Totales.

El EBITDA/Pasivo Circulante, que es el coeficiente de cobertura brindada por los Ingresos antes de Intereses e Impuestos más Depreciaciones y Amortizaciones a los Pasivos de Corto Plazo, muestra una tendencia al crecimiento entre 1998 y el 2001, íntimamente relacionada con la reducción anual experimentada en los Pasivos Circulantes.

EBILAT

En millones de dólares



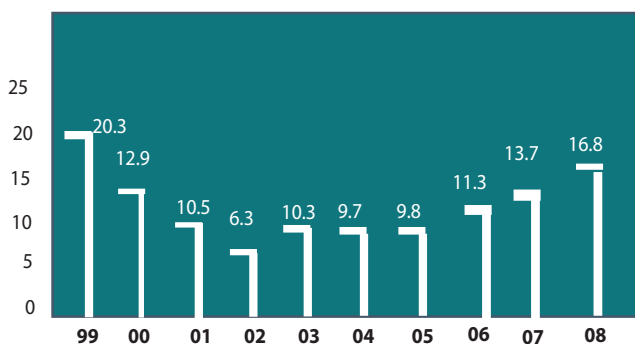
Sin embargo en el 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 y 2008 el indicador presenta un valor del 15%, 17%, 17%, 17%, 16% y 17% originado principalmente en la reducción de las Utilidades Netas, ya que a pesar de la reducción adicional experimentada en los Pasivos Circulantes, ésta no fue suficiente para contrarrestar el efecto de la caída en las Utilidades.

El EBILAT, incrementó de \$2.08 millones en 1998 a \$2.87 millones en 1999, la empresa es capaz de producir lo necesario para pagar los intereses (para absorber el incremento del 66.8% en los Gastos Financieros). Igual situación sucedió en el 2000 habiendo incrementado al valor de \$3.68 millones.

En el 2001 y el 2002 el valor fue de \$2.89 millones y de \$1.36 millones respectivamente, para el 2003 y 2004 se tuvo \$1.02 millones y \$1.03 millones el cual fue efecto de la reducción en el rendimiento (BAIT/Activo funcional experimentada en esos años a la mitad y la baja del nivel del apalancamiento financiero. En el 2006 fue de \$1.15 millones, en el 2007 de \$1.36 millones, de \$1.96 millones en el 2008.

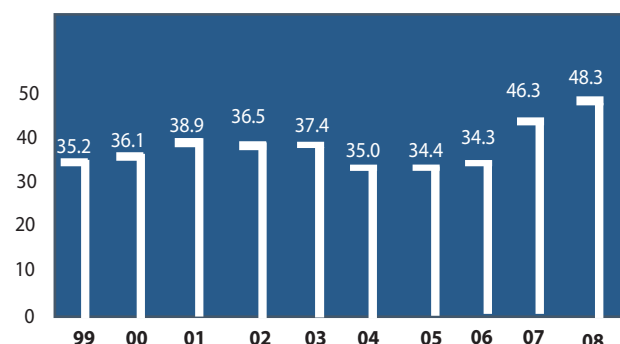
Pasivos Circulantes

Millones de dólares



Activos Totales

Millones de dólares

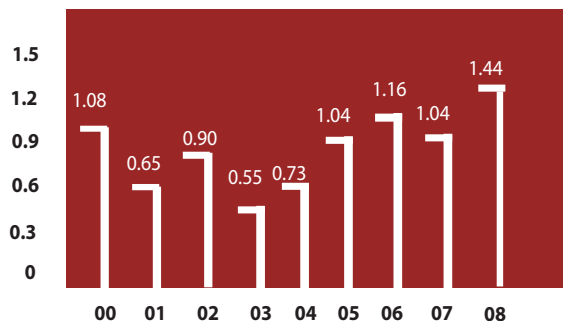


Descomposición de la Rotación de Activos

La rotación de Activos Corrientes ha tendido a disminuir a través de los años 1998 hasta el 2003, habiendo tenido su caída mayor durante el año 2001, en que perdió el 39.8% de su valor con respecto al año anterior, después de haber permanecido igual entre el 2000 y 1999. Esta situación se explica en el comportamiento variable de las ventas (caída de precios) contra los Activos Circulantes experimentado desde 1998 a la fecha, particularmente en la Cartera de Habilitaciones de Contratos de Café, que en el 2001 constituyó el 29.99% de los Activos Circulantes, así como debido a la reducción de las ventas ocasionadas por la caída de los precios internacionales del café.

La rotación más alta de estos activos (1.42 R.) se obtuvo en 1998, manteniéndose por dos años consecutivos (1999 y 2000) en 1.08 R., para luego disminuir en el 2001 a 0.65R. El año 2002 comienza a despuntar con una leve

Rotación del Activo Corriente



Indices de Administración de Activos

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Rotación del activo corriente	1.08	0.65	0.90	0.55	0.73	1.04	1.16	1.04	1.44
Rotación del capital de trabajo	2.23	1.24	1.39	1.20	1.73	2.47	3.01	2.27	4.20
Rotación de cuentas por cobrar	1.29	0.60	0.65	0.42	0.60	0.81	1.63	1.41	1.93
Rotación del inventario	7.46	4.94	6.17	3.75	2.87	9.69	4.18	3.78	6.90
Rotación de cuentas a pagar	6.07	20.06	4.71	2.91	7.30	16.91	20.33	41.35	128.43
Rotación de los activos fijos	2.50	0.86	0.84	0.57	0.69	1.03	1.33	1.25	1.63
Rotación de los activos Totales	0.43	0.37	0.28	0.57	0.35	0.52	0.62	0.57	0.76

mejoría habiendo alcanzado 0.9R, el 2003 baja a 0.55R, el 2004 subió a 0.73R volviendo a subir a 1.04R en el 2005 a 1.16R en el 2006 disminuyendo a 1.04R para el 2007 y un a 1.44R para el 2008.

La Rotación del Capital de Trabajo tuvo un movimiento muy particular entre 1998 y 1999. Inicialmente, la rotación de 1998 presenta una cifra de 172.19 R., debido a que en ese año la diferencia entre el Activo Circulante y el Pasivo Circulante era tan pequeña que el divisor era considerablemente inferior a las ventas, por cuanto al calcular las rotaciones se produjo la cifra mencionada. Por lo anterior, no se considera la rotación de 1998 como un parámetro para medir la evolución de la situación del año próximo siguiente y se establece la tendencia a partir de las cifras de 1999, por el cambio de necesidades de un mayor fondo de maniobra para operar la empresa en sus diferentes giros.

Entre 1999 (5.94 R.) y el 2000 (2.23 R.) se presenta la primera caída real dentro del período, la rotación disminuyó en un 62.0% sobre el año anterior debido al crecimiento del 1.7% en los Activos Circulantes y a la reducción del 18.7% en los Pasivos Circulantes, que nos da como resultado un divisor más alto. A pesar del crecimiento del 25.2% en las Utilidades Netas, el efecto del crecimiento en el Capital de Trabajo frena la evolución de las Rotaciones y nos lleva al resultado obtenido.

En los años subsiguientes, el índice pasa de 1.24R. en el 2001 a 1.39 R. en el 2002, a un 1.2R en el 2003, 1.7R en el 2004, a 2.47 R. en el 2005, a 3.01 R. en el 2006, a 2.27R en el 2007, y a 4.20R en el 2008 habiendo experimentado una mejoría dentro del período.

Rotación de las Cuentas por Cobrar

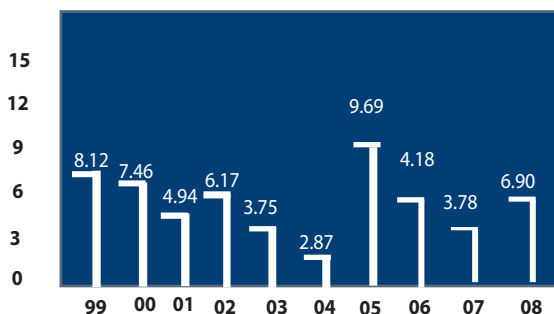


La rotación de Cuentas por Cobrar ha disminuido debido al incremento en la mora, principalmente en la Cartera de Habilitación de Contratos de Café, lo que se evidencia en el número de días de las cuentas por cobrar. Entre el 2001 y el 2004 se mantuvo en cifras límites de 0.42R (2003) y 0.65R (2002), sin embargo en el 2005 comienza un período de ascenso que se mantiene a la fecha. Los valores obtenidos han sido: 0.81R en el 2005; 1.63R en el 2006, finalmente 1.41R en el 2007 y finalmente 1.93R en el 2008. Las cobranzas en el Exterior han jugado el papel principal en estos movimientos.

La rotación de inventarios se ha visto afectada por la disminución de los Costos de Venta. Esta se mantuvo alta entre 1998 y el 2000 (8.66R, 8.12R y 7.46R respectivamente) aun cuando anualmente se experimentaban reducciones en los inventarios en un promedio del 7.15%; pero en el 2001 se experimentó una reducción en la rotación a 4.94R., originado en una disminución del 56.8% en los Costos de Venta, llevando los días de inventario de 48.9 días en el año 2000 a 73.8 días en el 2001.

En el 2002, las rotaciones suben nuevamente a 6.17R, pero en esta oportunidad el efecto se produce también a través del crecimiento de los Costos de venta.

Rotación de Inventarios



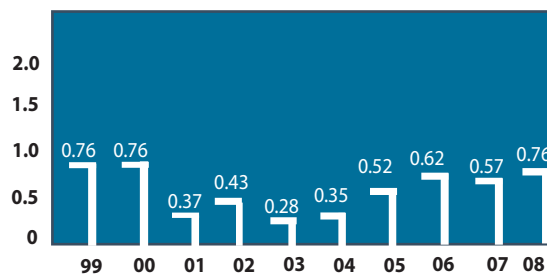
Igualmente, los días de inventario pasan de 73.8 a 59.2 días, evidenciando la nueva dinámica.

Para el 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 y 2008 las rotaciones son 3.75R, 2.87R, 9.7R y 4.1R, 3.78R y 6.90R respectivamente, pero en esta oportunidad el efecto se produce a través del crecimiento los Costos de venta.

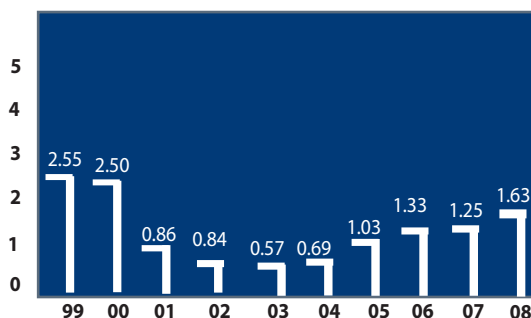
La Rotación de los Activos Totales se ve altamente influenciada por el crecimiento en los Activos Fijos originados en las nuevas adquisiciones y mejoras en la planta industrial versus el decrecimiento en las ventas. De la misma forma, aunque con movimientos variables, los Activos Circulantes han tenido su cuota de participación dentro de las tendencias en las Rotaciones de Activos Totales, que se mueven anualmente hacia cifras más pequeñas, empujados por las cada vez más bajas, Ventas Netas.

La Rotación de los Activos Totales tuvo su cifra más alta en 1998 (1.04 veces) y su cifra más baja en el 2003 (0.28 veces), sin embargo en el 2004 cuando fue 0.35 veces muestra una mejoría por el aumento de los precios internacionales del café manteniendo la tendencia para el 2005 y 2006 en que fue de 0.52 veces y 0.62 veces. En el 2007 y 2008 la Rotación de los Activos Totales es de 0.57 veces de 0.76 veces y aún cuando redujo en relación al año anterior, se mantiene por sobre las cifras obtenidas del 2004 hacia atrás.

Rotación del Activo Total



Rotación del Activo Fijo



LIQUIDEZ Y RECURSOS DE CAPITAL

La liquidez de la empresa es producto de los fondos provenientes de las operaciones propias del negocio, emisiones en la Bolsa de Valores, créditos bancarios a corto y largo plazo y aportes de Capital.

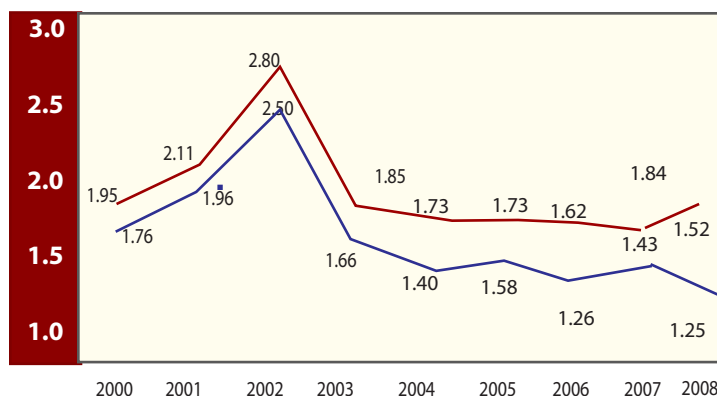
Su comportamiento dentro del período analizado ha estado influenciado por factores externos y fuera del control de la empresa, el comportamiento de los mercados internacionales y los precios mundiales del café, la baja de producción nacional, la reducción en los volúmenes de ventas en el exterior, las condiciones de la caficultura nacional, factores climatológicos, etc., sin embargo, también ha sido influenciado por factores como la apertura de mercados para el café molido marca “COEX CAFE” y la apertura y cierres de tiendas de café Coffee Station en centros comerciales.

Las cifras y coeficientes de Liquidez del período comprendido entre 1998 y el 2008 presentan los siguientes comportamientos:

Razón de Liquidez:

La Razón de Liquidez mantuvo una tendencia creciente desde 1998 (1.01) al 2002 (2.80), con una mejor posición ante el cumplimiento de sus obligaciones Pasivas de corto plazo y originada principalmente en la reducción de los Pasivos Circulantes. Este coeficiente pasó del 1.01 en 1998 al 1.22 en el 1999, al 1.95 en el 2000, al 2.11 en el 2001 y un 2.80 en el 2002 y las variaciones se originan

Razón de Liquidez y Prueba Ácida



principalmente en la reducción de los Pasivos Circulantes.

Del 2002 al 2003 se experimenta una reducción del 33.9% en la Razón de Liquidez como efecto del incremento del 64.11% en los Pasivos Circulantes, principalmente en el rubro de los Préstamos Bancarios. Los Activos Circulantes también tuvieron una variación negativa pero mínima, y que no afecta tanto el resultado como el incremento en los pasivos.

Entre el 2003 y el 2005 la Razón de Liquidez disminuyó de 1.85 a 1.62, siempre por el incremento en los Activos Circulantes, pero esta vez los incrementos se dieron en las Cuentas por Pagar, las Compañías Afiliadas y Relacionadas y las Otras Cuentas por Pagar y Gastos relacionados.

En el 2006 la razón de liquidez fue de 1.62 incrementando a 1.84 para el 2007 y su incremento está fundamentado en el aumento de los Activos Circulantes (38% sobre el año anterior), principalmente en el total de Cuentas y Documentos por Cobrar. A Diciembre del 2008 la razón de liquidez disminuyó a 1.52

Dentro del periodo analizado, las mayores va-

Liquidez	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Razón de Liquidez	1.22	1.95	2.11	2.80	1.85	1.73	1.73	1.62	1.84	1.52
Prueba Ácida	1.10	1.76	1.96	2.50	1.66	1.40	1.58	1.26	1.43	1.25
Coeficiente de Caja	0.02	0.13	0.03	0.03	0.05	0.11	0.55	0.42	0.16	0.82
Act.Circ./Pas.Total	1.00	1.00	0.97	1.14	1.19	1.13	1.24	1.26	1.16	1.06
Capital de Trabajo*	4.48	12.24	11.65	11.34	8.79	7.11	7.23	7.03	11.57	8.78
EBIT*	3.84	4.90	3.89	1.85	1.32	1.32	1.33	1.46	1.70	2.58
EBITDA*	4.27	5.48	4.38	2.33	1.59	1.63	1.70	1.93	2.14	2.89
EBITDA/Pasivo Circulante	0.21	0.42	0.42	0.37	0.15	0.17	0.17	0.17	0.16	0.17

*: millones de \$

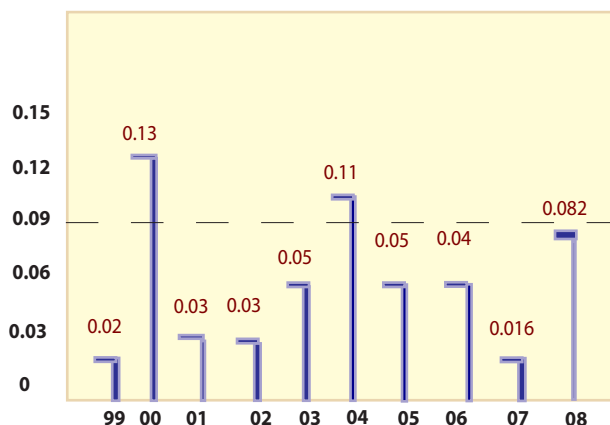
riaciones en los Pasivos Circulantes se han debido a los movimientos en Préstamos Bancarios, cuando en un primer momento se sustituyeron deudas bancarias por fondos obtenidos a través de una emisión de bonos, hasta que en el 2002 este rubro aumentó de nuevo. El otro rubro que influye en las variaciones son las Cuentas por Pagar. El punto más bajo de los Pasivos Circulantes se obtuvo en el 2002 con \$6.3 millones de dólares, pero a partir del 2003 éste adquiere una tendencia creciente, para terminar en el 2008 con \$ 16.8 millones de dólares.

Los Activos Circulantes también han mantenido un comportamiento variable. Habiendo incrementado entre los años 1998 y el 2000 desde \$22.5 millones a \$25.2 millones, comienzan a variar a partir del 2001 hasta llegar en el 2002 al nivel más bajo del período estudiado (\$17.6 Millones); luego en el 2003 suben a \$19.1 millones, para disminuir en el 2004 a \$16.8 millones, incrementando en el 2005 a \$17.1 millones, en el 2006 a \$18.3 millones, a \$25.3 millones en el 2007 y a \$25.6 millones en el 2008. Las variaciones se han dado principalmente en las Habilitaciones y Contratos de Café, pero también por el lado de los Inventarios. Las Cuentas por Cobrar representan el componente de mayor peso dentro de los Activos Circulantes, pero su comportamiento es relativamente estable. Por lo anterior se puede concluir que el comportamiento del indicador de Liquidez ha sido realmente determinado por el lado de los Pasivos.

Prueba Ácida:

Por las mismas razones, la Prueba Ácida conserva el mismo comportamiento que la Razón de Liquidez y siendo que los Inventarios no tienen un peso determinante dentro de los Activos Circulantes, las diferencias no son realmente grandes. La Prueba Ácida para el período 1998 fue de 0.87, que significa que solamente el 87% de los Pasivos inmediatos se encontraban cubiertos en una situación de liquidez inmediata. En 1999 el coeficiente sube a 1.10, a 1.76 en el 2000, a 1.96 en el 2001, un 2.5 en el 2002, 1.66 en el 2003, lo que implica una mejoría absoluta del 190.9% desde el inicio del período estudiado. A Diciembre del 2005 el coeficiente de Prueba Ácida es de 1.58 y esta variación es producto del aumento en los Préstamos Bancarios, para el 2006 se sitúa en 1.26, en 1.43 en el 2007 y en 1.25 en el 2008.

Coeficiente de Caja



Coeficiente de Caja:

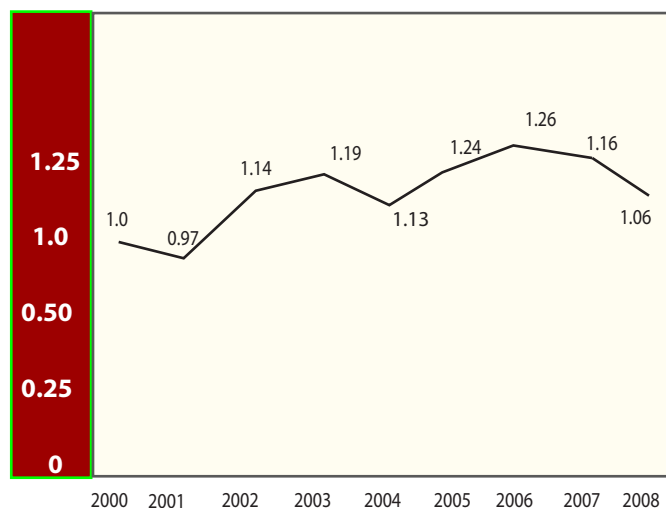
El Coeficiente de Caja es el indicador que nos muestra en que medida pueden cubrirse los Pasivos Circulantes con los fondos existentes en Caja y Bancos en un momento específico. Al 31 de Diciembre de los años analizados y comprendidos entre 1998 y el 2007, este coeficiente ha tenido conductas variables que van desde un 13%, la cifra más alta obtenida en el año 2000, 5%, hasta el 2% obtenido en 1999; contando con una cobertura del 11% en el 2004, de 5.5% en el 2005, de 4.0 % en el 2006, de 1.6% en el 2007 y de 8.2% en este último periodo. No es usual que este coeficiente sea muy alto, por cuanto implicaría el tener excesos de liquidez en Caja y Bancos, por lo tanto puede decirse que las fluctuaciones encontradas son razonables.

Activo Circulante/Pasivo Total:

Por medio de este coeficiente se mide la capacidad de los Activos Circulantes para hacer frente a la totalidad de la deuda de una empresa en un momento determinado.

Desde 1998 hasta el 2000 la empresa tenía la capacidad financiera de enfrentar en una condición 1:1 las deudas existentes con los Activos Circulantes, pero en el 2001 esa proporción disminuye al 97%. Sin embargo en el 2002 y 2003 y 2004, no solo recuperó el porcentaje perdido sino incluso aumentó hasta constituir el 114%, 119% y 113% de cobertura. A Diciembre del 2005, 2006, 2007 y 2008 los Activos Circulantes ofrecen un 124.3%, 126%, 116% y 106% de cobertura sobre los Pasivos Totales y tomando

Activo Circulante / Pasivo Total



en consideración que las Cuentas Por cobrar constituyen en promedio el 85% de los Activos Circulantes se puede considerar que esta cobertura es de alta calidad.

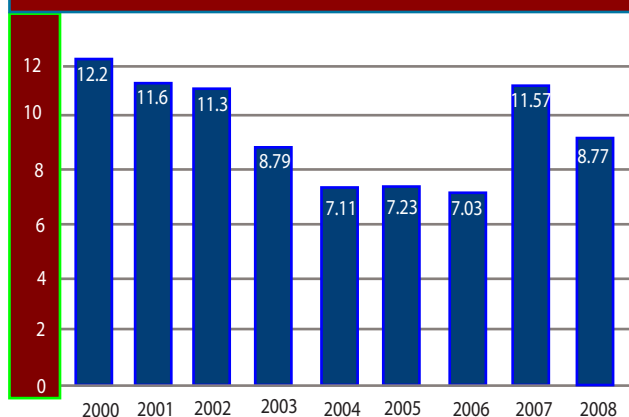
Los Activos Circulantes se han visto influenciados a través de las Habilitaciones por Contratos de Café, por los Inventarios y por los Créditos Prendarios.

Capital de Trabajo:

El Capital de Trabajo mantuvo una tendencia ascendente desde 1998 hasta el 2000, habiendo pasado de \$0.185 millones en 1998 a \$4.5 millones en 1999, \$12.24 millones en el 2000, luego reduce a \$11.65 millones en el 2001, en el 2002 a \$11.34 millones y en el año 2003 a \$8.79 millones. Esta tendencia se revierte en el 2004, en que disminuye a \$7.1 millones, en 2005 a \$7.2 millones, en el 2006 a \$7.03 millones y en el 2007 incrementa a \$11.57 millones por el incremento de las Cobranzas al Exterior y las Cuentas Por Cobrar locales. En el 2008 disminuye a \$8.78 millones.

Los movimientos en el Capital de Trabajo han provenido principalmente de las disminuciones en el Pasivo Circulante, principalmente en Préstamos Bancarios, la cancelación de la cuenta "Obligaciones por Emisiones a Vencer" y una reducción considerable en las Cuentas por Pagar, pero en el 2004 y 2006 son las Cobranzas y las Cuentas por Cobrar las que han ejercido la influencia.

Capital de Trabajo - En millones de dólares

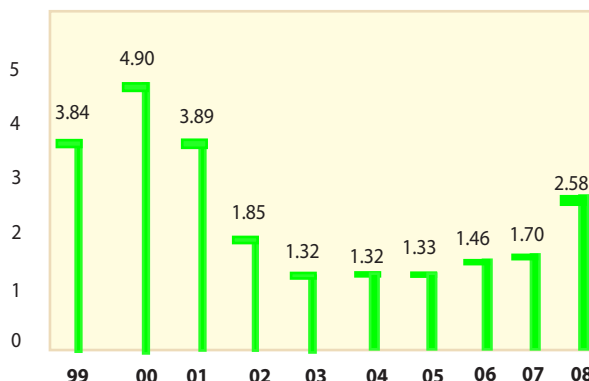


EBIT (Utilidades antes de Intereses e Impuestos):

El comportamiento del EBIT fue ascendente desde 1988 hasta el año 2000, para luego descender continuamente hasta el 2005. Habiendo comenzado en \$2.8 millones en 1998 incrementó a \$3.8 millones en 1999, un equivalente al 35.7% de aumento entre ambos años y entre el 2000 y 1999 aumentó un 28.9%. Estos movimientos ascendentes se debieron al incremento en las Utilidades antes de Intereses e Impuestos obtenidos a través del programa de reducción de Costos de Operación que la empresa puso en funcionamiento en 1998.

A partir del 2001, sin embargo, la reducción en los volúmenes de venta y en los precios internacionales del café y la baja de la producción nacional anularon el efecto de la reducción en costos y el EBIT redujo a \$3.8 millones, o sea un 22.4% menos que en el 2000. Igual situación sucedió en

EBIT En millones de dólares



el 2002 y 2003 con un valor de \$ 1.85 millones y \$ 1.32 millones. El 2004 no fue diferente, habiendo experimentado una reducción del 1.4% en relación al año anterior, al igual que el 2005 en que este se sitúa en \$1.33 millones, para el 2006 se tuvo \$1.46 millones y en el 2007 incrementa a \$1.70 millones volviendo mostrar un fuerte incremento en el 2008 hasta los \$2.58 millones.

EBITDA (Utilidad antes de Intereses e Impuestos más Depreciaciones y Amortizaciones):

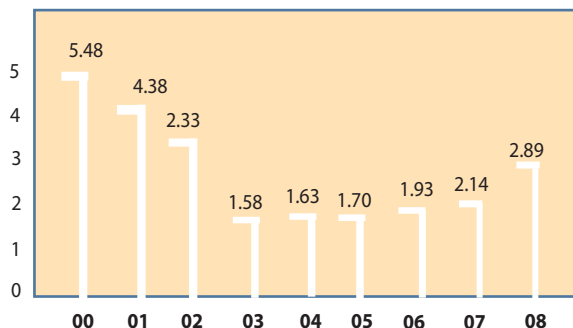
Al igual que el EBIT, el EBITDA ha tenido un comportamiento hacia el crecimiento desde 1998 hasta el 2000 para luego comenzar a disminuir hasta el 2005. Las razones para este comportamiento son las mismas analizadas en el EBIT y aún cuando en éste último se toman en consideración otros fondos no operativos, como las Depreciaciones y Amortizaciones, éstos no son suficientes como para variar los resultados.

EBITDA/Pasivo Circulante:

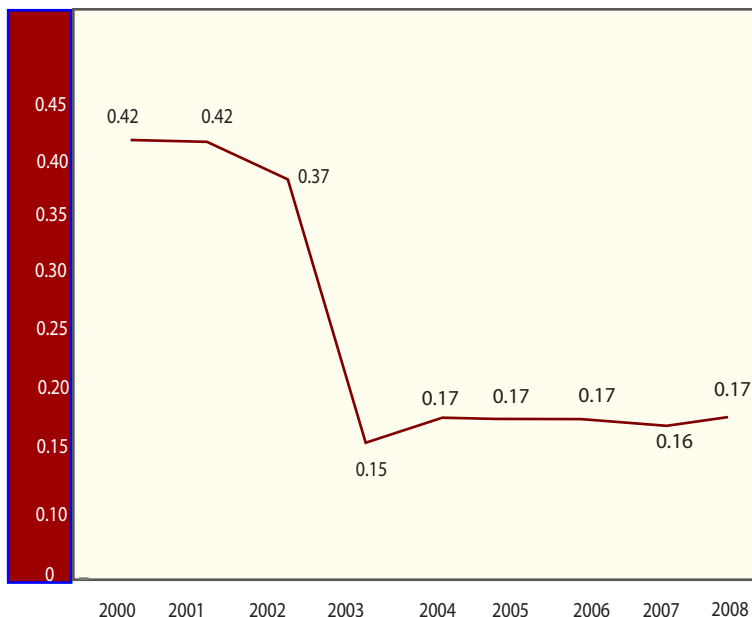
El presente coeficiente mide la proporción en la cual las Utilidades antes de intereses e impuestos, más las Depreciaciones y Amortizaciones dan cobertura a los Pasivos Circulantes en un momento determinado.

En esta relación el coeficiente ha seguido un comportamiento parecido al del EBIT y EBITDA y casi por los mismos elementos de influencia, solo que su ciclo de aumento se prolonga hasta el año 2001, para luego reducir en el 2002 y mantener esa tendencia hasta el 2008.

EBITDA En millones de dólares



EBITDA / Pasivo Circulante



Entre 1998 y 1999 el coeficiente tuvo un incremento del 53.8% y en mucha medida se debió a un incremento del 42.6% en el EBITDA aunado a una disminución en los Pasivos Circulantes.

En cambio, entre el 2000 y 1999 el aumento es considerable, pues el coeficiente pasa del 0.21% a 0.42% y la razón para este aumento tan pronunciado estriba en la reducción del 36.2% de los Pasivos Circulantes, que pasan de \$20.3 Millones a \$ 12.9 Millones, sumado al aumento del 28.2 % en el EBITDA durante ese año.

Asimismo, entre el 2001 y el 2000 también se produce un aumento, aunque muy pequeño, y se debe principalmente a la reducción del 18.7% en los Pasivos Circulantes.

En cambio, entre el 2002 y el 2001 se produce una reducción del 11.9% en el coeficiente, como efecto de la reducción del 46.8% en el EBITDA.

El coeficiente EBITDA/Pasivo Circulante del 2002 redujo un 11.9% en relación a Diciembre del año anterior, pasando del 42% a 37%; igual situación sucede durante el 2003 en que reduce un 40.5% al pasar del 37% al 15%. En el 2004, 2005 y 2006 dicho coeficiente es de 17% para dichos periodos disminuyendo a 16% para el 2007 y volviendo a 17% en el 2008.

ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

El Rendimiento sobre los Activos (ROA) tuvo una tendencia creciente entre diciembre de 1998 hasta diciembre del 2000, aun cuando el crecimiento fue poco significativo entre el 1999 y el 1998, debido al impacto sobre este coeficiente del crecimiento de los Activos Totales, que fue proporcionalmente mayor al crecimiento obtenido en las Utilidades Netas.

Entre el 2000 y 1999 el número de quintales vendidos aumentó en un 25.9%, pero el efecto de la reducción en los precios del café dio como resultado un Ingreso Neto por ventas apenas de un 2.3% mayor al año anterior y un crecimiento del 22.3% en el ROA.

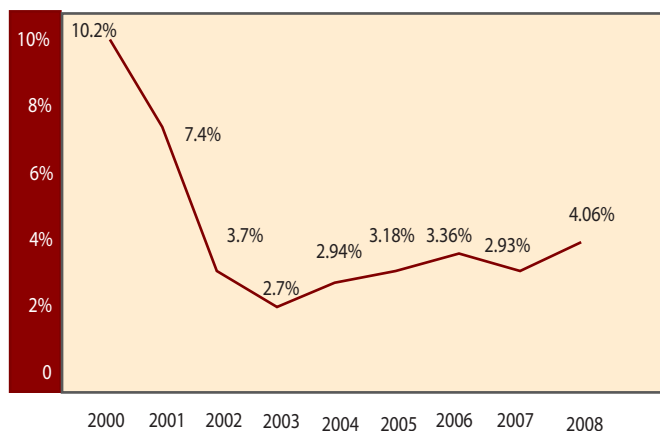
A partir del 2001, el ROA comienza a reducir, habiendo bajado a un 3.13% en el 2001, a 1.51% en el 2002, a 1.35% en el 2003, a 1.28% en el 2004 y a 1.39% en diciembre del 2005. Estas reducciones han sido el efecto de la caída en las Utilidades Netas provocadas por la disminución en los volúmenes de venta y en los precios internacionales del café, y por la situación financiera de los productores de café; y aún cuando la empresa continuó con una política de mejora, estas reducciones no fueron suficientes para paliar el efecto de las disminuciones antes mencionadas.

En el 2004, aun cuando el volumen de quintales vendidos incrementó en un 34.4% y el precio promedio por quintal aumentó en un 19.1%, el ROA experimentó una reducción del 31.6% sobre el año anterior, como consecuencia de la reducción del 26.5% en las Utilidades Netas aunado al crecimiento del 7.5% en los Activos Totales. Este resultado se explica principalmente en el aumento de los Costos Variables, que no guardan proporción con el incremento en el número

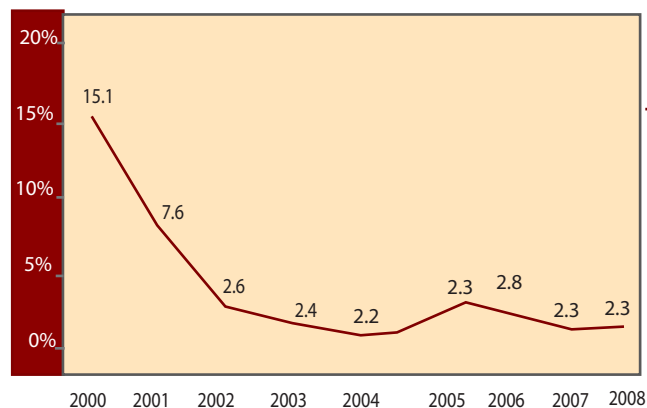
PRICING:

Año	Precio por Quintal
1998	\$ 147.00
1999	\$ 106.00
2000	\$ 83.00
2001	\$ 54.00
2002	\$ 53.57
2003	\$ 69.56
2004	\$ 71.40
2005	\$ 101.72
2006	\$ 109.00
2007	\$ 124.98
2008	\$ 130.32

ROA antes de Intereses



ROE (Utilidad Neta/Patrimonio)



	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ROA	4.56%	3.13%	1.51%	1.35%	1.29%	1.40%	1.60%	1.20%	1.15%
ROE	15.05%	7.59%	2.62%	2.37%	2.22%	2.31%	2.78%	2.26%	2.30%
ROA antes de Intereses	10.20%	7.41%	3.72%	2.71%	2.97%	3.18%	3.36%	2.93%	4.06%
ROS: Margen de Utilidad Neta	6.04%	8.46%	3.48%	4.81%	3.65%	2.68%	2.60%	2.12%	1.51%

Rendimiento de los activos de COEX

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Rendimientos de los activos (ROA)	3.13%	1.51%	1.35%	1.29%	1.40%	1.61%	1.61%	1.20%	1.15%
ROA antes de intereses	7.41%	3.72%	2.71%	2.97%	3.18%	3.36%	3.36%	2.93%	4.06%

de quintales vendidos y el de los Gastos Financieros. En el 2006 fue de 1.61%, para el 2007 es de 1.20% y para el 2008 es de 1.15% y esta reducción se debe a que el crecimiento de las Utilidades Netas no fue proporcional al crecimiento de las Ventas Netas, debido a los Costos Variables.

Consecuentemente, solo que acentuados por la exclusión de los intereses, los indicadores del *ROA antes de Intereses* se comportan en forma similar. Desde 1998 hasta el 2000 tienen una tendencia ascendente, que cae a partir del 2001 al 2004, incrementando a 3.18% en el 2005 y 3.36% para el 2006.

En el 2007 el coeficiente *ROA antes de Intereses* es de 2.93%, habiendo reducido en 0.43 puntos porcentuales debido al crecimiento del 35% en los Activos Totales.

Para el 2008 el coeficiente *ROA antes de Intereses* es de 4.06%.

Es de hacer notar que la exclusión de los intereses duplica, en la mayoría de los casos, el

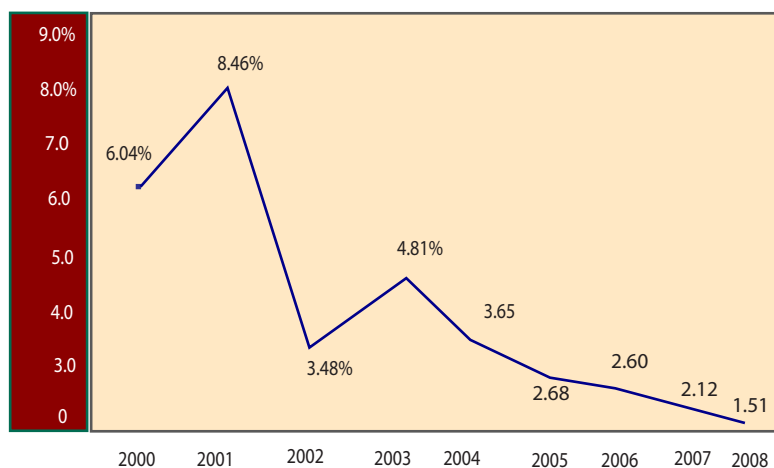
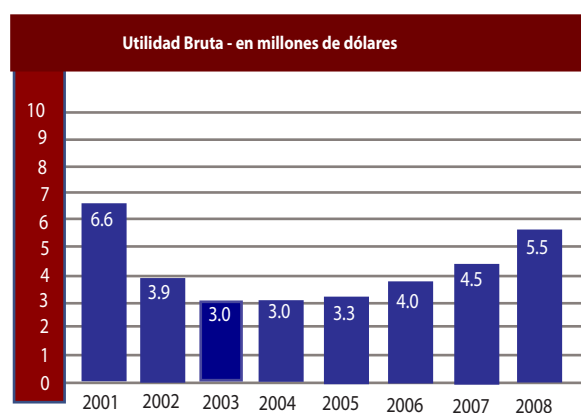
monto del coeficiente y esto se debe a que la carga financiera de la empresa es fuerte y castiga a las utilidades netas considerablemente.

El Rendimiento sobre el Patrimonio (**ROE**), tuvo un comportamiento variable; entre 1998 (13.5%) y 1999 (12.5%) redujo un 7.4%, debido principalmente al incremento en el patrimonio al haber aumentado en un 25% el Capital Social, sin que hubiese un incremento considerable en las Utilidades Netas.

En cambio entre el 2000 y 1999 el ROE creció en un 20.4% debido a que el 2000 fue un año muy particular, no sólo porque el volumen de quintales vendidos aumentó (no así el precio promedio de venta del qq. de café), permitiendo obtener un Ingreso por Ventas Netas ligeramente superior al del año anterior, sino porque los Costos de Producción se vieron reducidos, consiguiendo al final una Utilidad Neta un 25.2% más alta que la de 1999. Adicionalmente, el incremento en el Patrimonio fue poco significativo, por lo que al final se obtuvo un ROE del 15.05%.

A partir del 2001 el ROE comienza a disminuir en forma acelerada. Entre el 2001 y el 2000 sufre una disminución del 49.5% debido a un incremento del 47.3% en el patrimonio, particularmente por el aumento en el Capital Social; y luego entre el 2003 disminuye nuevamente hasta el 2.37%, habiendo perdido el 84.25% de su valor anterior con relación

ROS: Margen de Utilidad



Generadores Claves del Rendimiento del Patrimonio

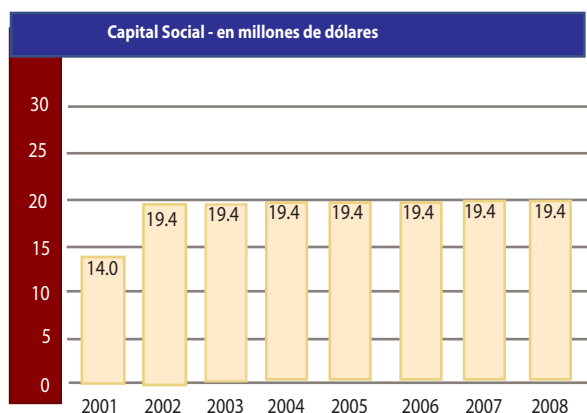
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Margen de utilidad neta (o ROS)	6.04%	8.46%	3.48%	4.81%	3.65%	2.68%	2.60%	2.12%	1.51%
x Rotación de los activos	0.76	0.37	0.43	0.28	0.35	0.52	0.62	0.57	0.76
= Rendimiento de los activos	4.56%	3.13%	1.51%	1.35%	1.29%	1.40%	1.61%	1.20%	1.15%
x Apalancamiento financiero	3.30	2.42	1.74	1.75	1.72	1.65	1.73	1.88	1.97
= Rendimiento del patrimonio	15.05%	7.59%	2.62%	2.37%	2.22%	2.31%	2.78%	2.26%	2.30%

al 2000. Nuevamente esta baja se explica fundamentalmente por el incremento en el Capital Social y la caída de los precios y cantidad procesada de café.

Entre el 2003 y el 2004 se tuvo un 2.37% y un 2.22% se experimenta una nueva reducción, esta vez del 27.8% debido a la reducción en las Utilidades Netas. En el 2005 sube a 2.31% para incrementar nuevamente en el 2006 a 2.78%. En Cambio en el 2007 disminuye a 2.26% debido a un crecimiento del 24.1% en el Patrimonio, que opacó el crecimiento leve de las utilidades. Para el 2008 es de 2.30%.

Es importante aclarar que COEX ha recurrido a los incrementos de Capital como una forma de fortalecer la posición de liquidez y de dar un respaldo confiable a las emisiones de bonos realizadas en años anteriores, pero también, al haber aumentado el Capital Social en una forma acelerada sin mejorar el rendimiento de los activos, se ha creado un deterioro en los indicadores financieros relacionados con el Rendimiento del Patrimonio.

El *Margen de Utilidad Neta (ROS)*, ha crecido anualmente, desde 1998 hasta el 2001, como resultado de la reducción de Costos de Venta, permitiendo en algunos casos



potenciar los resultados del Rendimiento del Patrimonio.

Por ejemplo, en 1998 partiendo de un ROS de 3.59% y contando con una Rotación de los Activos de 1.04 v, se llegó a un ROA de 3.72%. Además, la empresa hacía uso de un apalancamiento financiero de 3.64 v que sirvió para llevar el Rendimiento del Patrimonio hasta 13.53%.

Durante 1999 el ROS incrementó al 4.93% a pesar de que los Ingresos Netos se vieron reducidos, lo que se logró por la considerable reducción en Costos de Producción que se lograra durante ese año; sin embargo, la Rotación de los Activos disminuyó el 26.9%, pasando de 1.04 veces a 0.76 veces, lo que impidió potenciar el incremento en los ingresos y llevó al resultado de 3.73% de Rendimiento de los activos, ligeramente mayor que el año anterior. Adicionalmente, el Apalancamiento financiero también disminuyó debido al crecimiento del 25% en el Capital Social, por ende también disminuyó el Rendimiento del Patrimonio, que alcanzó únicamente al 12.54%.

El 2000 fue un año muy especial. Durante ese año se obtuvo el más alto Margen de Utilidad del período estudiado a raíz de una reducción de Costos de Operación, sin embargo, con una Rotación de activos en 0.76 veces que no permitió potenciar el Rendimiento de los Activos mas allá del 4.56% y aun con la reducción del Apalancamiento Financiero que paso a ser 3.3 (por el incremento en el Capital Social que se dio el año anterior), el Rendimiento del Patrimonio alcanzó el 15.05% el mayor valor en los últimos seis años.

En el 2001 se experimentó un incremento del 40.1% en el ROS, pasando de 6.04% en el 2000 a 8.46% en el 2001, pero la Rotación de los Activos redujo a 0.37 veces, lo que anuló el efecto del crecimiento en el ROS y redujo el Rendimiento de los Activos al 3.13%. Adicionalmente, el

apalancamiento financiero redujo a 2.42 veces, debido al nuevo incremento del 63.3% en el Capital Social, provocando un resultado del 7.59% en el Rendimiento del Patrimonio, un 49.6% menor que el año anterior.

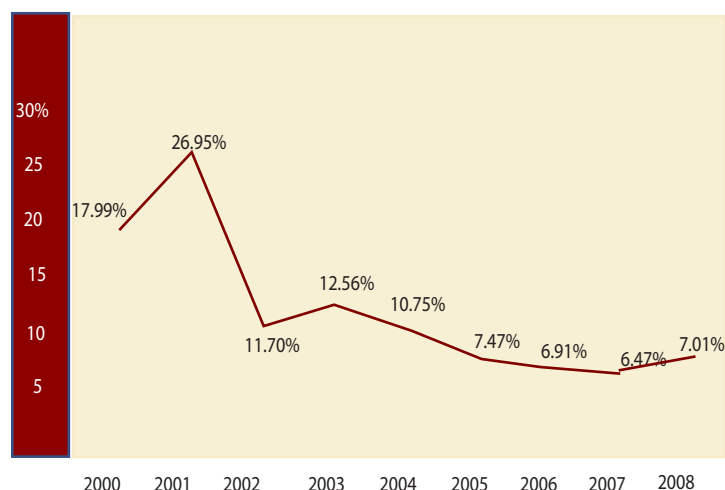
En el 2002 el ROS fue del 3.48% debido a una considerable disminución en las Utilidades Netas, provocada por unos Ingresos por Venta estancados contra unos Costos de Operación incrementados en un 51% con relación al año anterior. La Rotación de los Activos aumenta a 0.43 veces debido a una disminución del 6.5% en los Activos Totales, particularmente en la cuenta de Habilitaciones por Contratos de Café, y el Rendimiento de los Activos llega al 1.51%, o sea un 51.8% menor que en el 2001. Todos los efectos anteriores, aunado a un nuevo incremento del Capital Social del 38.6% llevan a un Rendimiento del Patrimonio del 2.62%, el más bajo dentro del período estudiado.

En el 2003 el ROS fue del 4.8% debido a una considerable disminución en la cantidad de quintales procesados. La Rotación de los Activos fue de 0.28 veces y el Rendimiento de los Activos llegó al 1.35%, con un Rendimiento del Patrimonio del 2.62%, el más bajo dentro de los últimos seis años. En cambio en el 2004 el ROS experimentó una disminución de 2.46 puntos porcentuales, pasando del 4.81% al 2.35% como efecto del bajo nivel de utilidad sobre el incremento del 50.3% de las ventas netas. Este nivel de utilidad, tal como se ha mencionado anteriormente, se ve afectado por el incremento en los Costos Variables, baja de los intereses de la cartera y por los Gastos Financieros.

En el 2005 y 2006 el ROS vuelve a decrecer al 2.68% y 2.60% como resultado de las mismas variables que afectaron en el 2004.

A Diciembre del 2007 y 2008, el ROS es de 2.12% y 1.51% y su reducción obedece a la disminución en la Rotación de los Activos, que pasaron de 0.62 veces en el 2006 a 0.57 veces en el 2007 y aumentó en el 2008 a 0.76 veces, como consecuencia del crecimiento en los Activos Totales. El Rendimiento del Patrimonio también reduce al 2.26% y el Apalancamiento Financiero sube hasta 1.88 para el 2007. El Rendimiento del Patrimonio también fue 2.3% y el Apalancamiento Financiero sube hasta 1.97 para el 2008.

EBIT / Ventas Netas

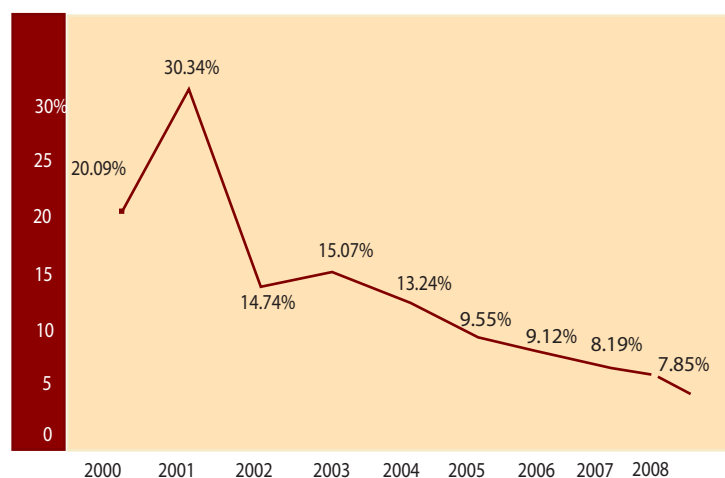


Razones de Eficiencia:

El coeficiente *EBIT/Ventas Netas* se mantuvo al alza desde 1998 hasta el 2001, en primer lugar debido a la estructura de costos de COEX y luego por la reducción continua en los ingresos por Ventas Netas debido a la caída constante de los precios internacionales del café, que en algunos años provocaron un monto menor en los ingresos aun cuando los volúmenes de quintales vendidos fueran mayores.

Habiendo iniciado en el 8.64% en 1998 subió hasta 14.41% en 1999, o sea una variación positiva de 5.77 puntos porcentuales sobre el año anterior, luego al 17.99% en el 2000 y al 26.95% en el 2001, todo esto por las razones menciona-

EBITDA / Ventas Netas



das en el párrafo anterior. Por las mismas razones, al haber habido un desbalance entre los ingresos por Ventas Netas y una súbita subida en los Costos de Operación, ambos experimentados durante el 2002, el EBIT bajó hasta el 11.70%.

En el 2003, el EBIT/Ventas Netas fue del 12.56% implicando una mejoría del 7.4% sobre el año anterior, para el 2004 fue de un 10.75% el coeficiente pierde 1.81 puntos porcentuales por el efecto de la reducción en las Utilidades Netas, similar al 2005 en que pierde 3.28 puntos porcentuales en relación al año anterior (7.47%). Para el 2006 fue 6.91%.

En Diciembre del 2007 el EBIT/Ventas Netas fue de 6.47%, habiendo reducido 0.44 puntos porcentuales en relación al año anterior como efecto del crecimiento en las ventas netas, que no corresponde al crecimiento en las Utilidades.

A Diciembre del 2008 el EBIT/Ventas Netas fue de 7.01% incrementando con respecto al 2007.

De igual manera, pero con resultados acentuados, el coeficiente *EBITDA/Ventas Netas* asciende desde 1998 hasta el 2001 y luego experimenta igual caída en el 2002.

En 1998 el EBITDA/Ventas Netas es el 9.86% y luego incrementa hasta el 16.05% en 1999, al 20.09% en el 2000, a 30.34% en el 2001 y cae al 14.74% en el 2002, luego incrementa a un 15.07% a Diciembre del 2003, volviendo a disminuir a 10.18 % en el 2004.

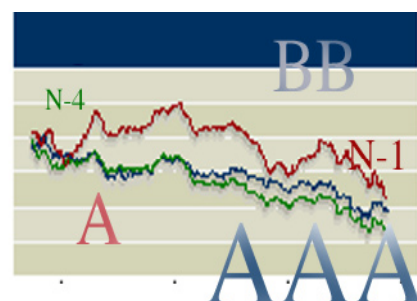
Entre el 2003 y el 2004 el coeficiente EBITDA/Ventas Netas redujo del 15.07% al 13.24%, siempre consecuente con los movimientos del EBIT/Ventas Netas.

Para el 2005 y 2006 el coeficiente EBITDA/Ventas Netas fue de un 9.55% y de 9.12%.

El coeficiente EBITDA/Ventas Netas para diciembre de 2007 es de 8.19% conservando una correspondencia consistente con el coeficiente EBIT/Ventas Netas, pero ligeramente incrementado por la influencia de las Depreciaciones y Amortizaciones del período y a Diciembre del 2008 es de 7.85%.



Anexos



Resumen Financiero
COMERCIAL EXPORTADORA, S. A. DE C.V.
(En dólares)

Balance de Situación		Diciembre/98	Diciembre/99	Diciembre/00	Diciembre/01	Diciembre/02	Diciembre/03	Diciembre/04	Diciembre/05	Diciembre/06	Diciembre/07	Diciembre/08
Activos Circulantes		22,472,938.00	24,762,033.00	25,177,267.00	22,168,255.00	17,620,592.00	19,106,543.00	16,846,237.00	17,080,560.00	18,339,856.00	25,286,712.00	25,626,158.00
Activos Totales		30,884,154.00	35,192,916.00	36,072,876.00	38,977,747.00	36,450,031.00	37,475,786.00	35,075,822.00	34,447,548.00	34,295,648.00	46,282,069.00	48,276,477.00
Pasivos Circulantes		22,287,189.00	20,280,492.00	12,941,413.00	10,519,605.00	6,282,939.00	10,310,987.00	9,727,450.00	9,845,247.00	11,302,793.00	13,714,365.00	16,848,071.00
Pasivos Totales		22,396,576.00	24,719,473.00	25,145,099.00	22,886,017.00	15,513,832.00	16,032,357.00	14,850,600.00	13,743,852.00	14,493,904.00	21,702,957.00	24,106,261.00
Patrimonio		8,487,578.00	10,473,442.57	10,927,776.57	16,091,730.00	20,936,199.00	21,443,429.00	20,225,222.00	20,703,696.00	19,801,744.00	24,579,112.00	24,170,216.00
Cuentas por Pagar		4,683,316.00	2,535,493.00	2,988,615.00	390,997.00	2,514,315.00	2,586,821.00	1,274,760.00	856,857.00	843,159.00	525,057.00	243,721.00
Estado de Resultados												
Ventas Netas		31,984,941.00	26,626,424.00	27,250,997.00	14,429,374.00	15,793,882.00	10,539,917.00	12,330,894.00	17,844,095.00	21,209,689.00	26,232,503.00	36,849,892.00
Costo de Ventas		26,207,978.00	19,138,160.00	18,134,790.00	7,843,097.00	11,841,905.00	7,534,257.00	9,309,184.00	14,489,053.00	17,140,988.00	21,713,705.00	31,302,298.00
Utilidad Bruta		5,776,963.00	7,488,264.00	9,116,207.00	6,586,277.00	3,951,977.00	3,005,660.00	3,021,710.00	3,355,042.00	4,068,701.00	4,518,798.00	5,547,594.00
Gastos de Operación		3,362,111.00	3,937,234.00	4,583,336.00	2,839,788.00	2,488,832.00	1,942,009.00	1,898,191.00	2,204,184.00	2,854,897.00	3,170,555.00	3,204,214.00
Gastos Financieros		1,245,848.00	2,078,606.00	2,712,179.00	2,222,388.00	1,077,979.00	678,413.00	776,894.00	824,145.00	803,902.00	1,068,554.00	1,872,262.00
Otros Ingresos		348,383.00	285,684.00	368,285.00	142,145.00	384,832.00	260,338.00	202,246.00	182,041.00	251,237.00	348,805.00	238,675.00
Utilidad Neta		1,148,010.00	1,313,371.00	1,644,639.00	1,221,096.00	548,927.00	507,230.00	450,003.00	478,474.00	550,572.00	555,189.00	556,217.00
Indicadores Financieros												
Liquidez	Razón	Diciembre/98	Diciembre/99	Diciembre/00	Diciembre/01	Diciembre/02	Diciembre/03	Diciembre/04	Diciembre/05	Diciembre/06	Diciembre/07	Diciembre/08
Razón de liquidez	Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.01	1.22	1.95	2.11	2.80	1.85	1.73	1.73	1.62	1.84	1.52
Prueba Acida	(Act. Circulante-Inventarios)/Pasivo Circ.	0.87	1.10	1.76	1.96	2.50	1.66	1.40	1.58	1.26	1.43	1.25
Capital de Trabajo (en miles de US\$)	Activo Circulante-Pasivo Circulante	185,749.00	4,481,541.00	12,235,854.00	11,648,650.00	11,337,653.00	8,795,556.00	7,118,787.00	7,235,313.00	7,037,063.00	11,572,347.00	8,778,087.00
Coefficiente de Caja	Caja y Bancos/Exigible a corto plazo	0.120	0.020	0.130	0.035	0.029	0.049	0.113	0.055	0.042	0.016	0.082
Activo Circulante / Pasivo Total	Activo Circulante / Pasivo Total	1.003	1.002	1.001	0.969	1.136	1.192	1.134	1.243	1.265	1.165	1.063
EBIT	Utilidad antes de intereses e impuestos	2,763,235.00	3,836,714.00	4,901,156.00	3,888,634.00	1,847,977.00	1,323,989.00	1,325,765.00	1,332,899.00	1,465,041.00	1,697,048.00	2,582,055.00
EBITDA (en miles de US \$)	Ut. antes de int. e imp.+Deprec.+Amort.	3,152,382.55	4,274,757.00	5,475,504.00	4,377,452.00	2,328,742.00	1,588,521.00	1,633,084.00	1,704,372.00	1,933,832.97	2,148,856.00	2,892,712.00
EBITDA / Pasivo Circulante	Ut. antes de int. e imp.+Deprec.+Amort./P.C.	0.14	0.21	0.42	0.42	0.37	0.15	0.168	0.173	0.171	0.16	0.17
Razones de Cobertura		Diciembre/98	Diciembre/99	Diciembre/00	Diciembre/01	Diciembre/02	Diciembre/03	Diciembre/04	Diciembre/05	Diciembre/06	Diciembre/07	Diciembre/08
EBIT / Gastos Financieros	Utilidad antes de int. e imp./Gastos Financ.	2.22	1.85	1.81	1.75	1.71	1.95	1.71	1.62	1.82	1.59	1.38
EBITDA / Gastos Financieros	Ut. antes de int. e imp.+Deprec.+Amort./G.F.	2.53	2.06	2.02	1.97	2.16	2.34	2.10	2.07	2.41	2.01	1.55
EBIT / Gtos.Fin. + Dda. Banc. Y Burs. C.P.	Utilidad antes de int. e imp./Gastos Financ.+P.C.	0.12	0.17	0.31	0.31	0.25	0.12	0.13	0.12	0.12	0.11	0.14
Pasivo Total / Ebitda	Pasivo Total/Ut. antes de int. e imp.+Deprec.+Amort.	7.10	5.78	4.59	5.23	6.66	10.09	9.09	8.06	7.49	10.10	8.33
Pasivo con costo / Ebitda	Pasivo Total+G.F./Ut. antes de int. e imp.+Deprec+Amo	7.50	6.27	5.09	5.74	7.12	10.52	9.57	8.55	7.91	10.60	8.98
Cobertura de Intereses (ganancias)	Utilidad Neta+G.Financi+Impuestos/Gastos Financieros	2.22	1.85	1.81	1.75	1.71	1.95	1.78	1.58	1.88	1.63	1.38
Razones de Estabilidad		Diciembre/98	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Razón de Deuda	Pasivos Totales/Activos Totales	0.73	0.70	0.70	0.59	0.43	0.43	0.42	0.40	0.42	0.47	0.50
Apalancamiento	Activos Totales/Patrimonio	3.639	3.360	3.301	2.422	1.741	1.748	1.734	1.664	1.732	1.883	1.997
Pasivo Circulante / Pasivo Total	Pasivo Circulante / Pasivo Total	0.995	0.820	0.515	0.460	0.405	0.643	0.655	0.716	0.780	0.632	0.699
Pasivo con costo / Pasivo Total	Pasivos Totales+Gastos Financieros/Pasivo Total	1.056	1.084	1.108	1.097	1.069	1.042	1.052	1.060	1.055	1.049	1.078
Pasivo con costo C.P. / Pasivo Circulante	Pasivos Circulantes+Gastos Financieros/Pasivo Circulan	1.056	1.102	1.210	1.211	1.172	1.066	1.080	1.084	1.071	1.078	1.111
Endeudamiento	Pasivo Total/Patrimonio Neto	2.639	2.360	2.301	1.422	0.741	0.732	0.739	0.767	0.803	1.040	1.250
Pasivo con Costo / Patrimonio	Pasivo Total+Gastos Financieros/Patrimonio Neto	2.786	2.559	2.549	1.560	0.792	0.779	0.773	0.704	0.773	0.926	1.075

Razón de Rentabilidad		Diciembre/98	Diciembre/99	Diciembre/00	Diciembre/01	Diciembre/02	Diciembre/03	Diciembre/04	Diciembre/05	Diciembre/06	Diciembre/07	Diciembre/08
EBILAT	Utilidad Neta+Gastos Financieros*1-Tasa impositiva	2,082,396.00	2,872,325.50	3,678,773.25	2,887,887.00	1,357,411.25	1,016,039.75	1,032,673.50	1,096,582.75	1,153,498.50	1,356,604.50	1,960,413.50
ROA	(Utilidad Neta/Ventas)*Ventas/Activos.	3.72%	3.73%	4.56%	3.13%	1.51%	1.35%	1.28%	1.39%	1.61%	1.20%	1.15%
ROE	Utilidad Neta/Patrimonio	13.53%	12.54%	15.05%	7.59%	2.62%	2.37%	2.22%	2.31%	2.78%	2.26%	2.30%
ROA antes de Intereses	Utilidad Neta+Gastos Financieros*(1-T. Imp.)/Activos	6.74%	8.16%	10.20%	7.41%	3.72%	2.71%	2.94%	3.18%	3.36%	2.93%	4.06%
RONA (o ROC)	Ut. Neta+G. Financieros*(1-T. Imp.)/Pat.+Pasivo Total	6.74%	8.16%	10.20%	7.41%	3.72%	2.71%	2.94%	3.18%	3.36%	2.93%	4.06%
Margen Operativo	Utilidad de Operación/Ventas Netas	3.65%	5.53%	6.68%	10.56%	2.44%	3.66%	2.81%	1.83%	1.93%	1.07%	1.28%
ROS :Margen de Utilidad Neta	Utilidad Neta/Ventas Netas	3.59%	4.93%	6.04%	8.46%	3.48%	4.81%	3.65%	2.68%	2.60%	2.12%	1.51%
Rendimiento de los Activos	(Utilidad Neta/Ventas Netas)*Rotacion de los Activos	3.72%	3.73%	4.56%	3.13%	1.51%	1.35%	1.28%	1.39%	1.61%	1.20%	1.15%
Rendimiento del Patrimonio	(Utilidad Neta/activos)*Apalancamiento Financiero	13.53%	12.54%	15.05%	7.59%	2.62%	2.37%	2.22%	2.31%	2.78%	2.26%	2.30%
Ventas Netas / Activo Total	Ventas Netas / Activo Total	1.04	0.76	0.76	0.37	0.43	0.28	0.35	0.52	0.62	0.57	0.76
Eficiencia		Diciembre/98	Diciembre/99	Diciembre/00	Diciembre/01	Diciembre/02	Diciembre/03	Diciembre/04	Diciembre/05	Diciembre/06	Diciembre/07	Diciembre/08
EBIT / Ventas Netas	Utilidad antes de intereses e impuestos/Ventas Netas	8.64%	14.41%	17.99%	26.95%	11.70%	12.56%	10.75%	7.47%	6.91%	6.47%	7.01%
EBITDA / Ventas Netas	Ut. antes de int. e imp.+Deprec.-Amort./Ventas Netas	9.86%	16.05%	20.09%	30.34%	14.74%	15.07%	13.24%	9.55%	9.12%	8.19%	7.85%
Gts. Operacion/Activos		0.016	0.012	0.015	0.006	0.025	0.016	0.014	0.013	0.017	0.016	0.010
Eficiencia Operativa	Gts. Operación/Total Ingresos corrientes+Otros Ingresos	0.06	0.04	0.04	0.02	0.10	0.09	0.07	0.05	0.06	0.08	0.04
Ventas netas /No. de Empleados		46,215.70	55,882.57	69,589.37	48,787.24	29,492.37	21,316.74	22,550.07	26,840.34	27,124.67	28,420.11	34,244.41
Activos/No. de empleados		179,172.61	184,473.68	191,947.32	169,526.05	115,774.87	113,704.66	110,825.37	109,950.82	96,626.03	136,496.58	148,804.08
Utilidades Netas/No.de empleados		9,184.08	9,801.28	12,554.50	9,045.16	4,096.47	3,597.38	3,358.23	3,827.79	3,670.48	3,491.75	3,433.44
Numero de Empleados		125	134	131	135	134	141	134	125	150	159	162.00

Rotaciones		Diciembre/98	Diciembre/99	Diciembre/00	Diciembre/01	Diciembre/02	Diciembre/03	Diciembre/04	Diciembre/05	Diciembre/06	Diciembre/07	Diciembre/08
Rot. del Activo Corriente	Ventas/Activo Circulante	1.42	1.08	1.08	0.65	0.90	0.55	0.73	1.04	1.16	1.04	1.44
Rot. del Capital de Trabajo	Ventas/(Activo Circulante-Pasivo Circulante)	172.19	5.94	2.23	1.24	1.39	1.20	1.73	2.47	3.01	2.27	4.20
Rot. de Cuentas por Cobrar	Ventas/Cuentas por Cobrar	1.91	1.21	1.29	0.60	0.65	0.42	0.60	0.81	1.63	1.41	1.93
Rot. de Inventarios	Costo de Ventas/Inventarios	8.66	8.12	7.46	4.94	6.17	3.75	2.87	9.69	4.18	3.78	6.90
Rot. de Cuentas por Pagar	Costo de Ventas/Cuentas por Pagar	5.60	7.55	6.07	20.06	4.71	2.91	7.30	16.91	20.33	41.35	128.43
Rot. de Activos Fijos	Ventas Netas/Activo Fijo Funcional	3.80	2.55	2.50	0.86	0.84	0.57	0.68	1.03	1.33	1.25	1.63
Rot. de los Activos	Ventas Netas/Activo Total	1.04	0.76	0.76	0.37	0.43	0.28	0.35	0.52	0.62	0.57	0.76