

DURMAN ESQUIVEL S.A.

Sesión Ordinaria: 1022010

Información financiera no auditada: al 30 de septiembre del 2009.

Contactos: Gary Barquero A. Gerente General gbarquero@scriesgo.com
Eduardo Monge M. Gerente Técnico emonge@scriesgo.com
Stefanny Peraza Q. Analista Junior speraza@scriesgo.com

CALIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe es el análisis de las emisiones de Durman Esquivel S.A. (en adelante Durman), con información financiera no auditada al 30 de septiembre del 2009.

Con base en esta información, se otorgan las siguientes calificaciones para las emisiones de bonos de Durman Esquivel S.A.:

Producto	Monto de emisión	Calificación anterior	Calificación actual*
Serie 2011 A	€2.000.000.000	scr AAA	scr AAA
Programa 2007-A de emisiones	€10.000.000.000	scr AAA	scr AAA
Serie 2007-A1	N/A	scr AAA	scr AAA
Serie 2007-A2	N/A	scr AAA	scr AAA
Serie 2007-A3	N/A	scr AAA	scr AAA
Serie 2007-A4	€10.000.000.000	scr AAA	scr AAA
Serie 2007-A5	N/A	scr AAA	scr AAA
Serie 2007-A6	N/A	scr AAA	scr AAA
Serie 2007-A7	N/A	scr AAA	scr AAA
Serie 2007-A8	N/A	scr AAA	scr AAA
Programa 2008-B de emisiones	€5.000.000.000	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-B1	N/A	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-B2	N/A	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-B3	N/A	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-B4	€2.500.000.000	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-B5	N/A	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-B6	N/A	scr AAA	scr AAA

Serie 2008-B7	N/A	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-B8	N/A	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-B9	€2.500.000.000	scr AAA	scr AAA
Programa 2008-C de emisiones	\$10.000.000	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-C1	Por definir	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-C2	Por definir	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-C3	Por definir	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-C4	Por definir	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-C5	\$5.000.000	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-C6	Por definir	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-C7	Por definir	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-C8	Por definir	scr AAA	scr AAA
Serie 2008-C9	Por definir	scr AAA	scr AAA
Programa 2009-D de emisiones en colones**	€15.000.000.000	scr AAA	scr AAA
Programa 2009-E de emisiones en dólares**	\$30.000.000	scr AAA	scr AAA

*Ninguna de las calificaciones otorgadas varió con respecto a la anterior.

**Características como nombre y número de serie, plazo, monto, tasa bruta, periodicidad, etc., serán comunicadas mediante Hechos Relevantes, previo a la colocación de las series.

scrAAA: Emisiones con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. No se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Excelente.

"La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la Superintendencia General de Valores, Bolsas de Valores y puestos representantes"

1. RESUMEN EJECUTIVO

La calificación de la empresa Durman Esquivel S.A, se fundamenta en la estructura financiera de la empresa, que denota un respaldo importante del patrimonio a la inversión en activos y a los pasivos. Asimismo, a lo largo de los años la empresa se ha caracterizado por un importante grado de liquidez, que refleja alta solvencia de los activos. Como factores positivos destaca la participación en el mercado Latinoamericano, sus canales de distribución, la diversificación de los productos y el respaldo de ALIAXIS, la cual le brinda oportunidades para la creación de sinergias.

La capitalización llevada a cabo por ALIAXIS ha permitido una clara mejora de los indicadores de endeudamiento, ya que parte de dichos recursos se utilizaron para la cancelación de deuda, donde los créditos con entidades financieras son los que más disminuyen para Sep.09. Por otra parte, si bien la cobertura de intereses por parte de la utilidad operativa de la empresa mejora en forma trimestral, se mantiene muy por debajo de las registradas en periodos tras anteriores.

En cuanto a la actividad de la compañía, se debe mencionar que las ventas continúan mostrando variaciones negativas en sus montos acumulados, afectadas por el enfriamiento de las economías a nivel mundial. Las rotaciones de activos, las cuentas por cobrar e inventarios reflejan las repercusiones del menor volumen de ventas. En el caso de las cuentas por cobrar, los montos al día se redujeron en términos anuales aproximadamente 11,00%, reduciéndose a su vez la rotación de dichas cuentas. Un aspecto más relevante es que según la relación entre el periodo medio de pago y de cobro, la empresa ha brindado durante el 2008 un mayor plazo de financiamiento a sus clientes que el que percibe de parte de sus proveedores, lo que en el pasado fuera a la inversa.

Respecto de los resultados, Durman acumuló a Sep.09 una pérdida antes de impuestos por \$4.332,72 millones. La empresa debe prestar especial atención a la generación de pérdidas, ya que afecta sus indicadores de rentabilidad. En el caso específico de la rentabilidad negativa del patrimonio, el indicador podría llegar a interpretarse como "destrucción de valor" para el accionista. No obstante, en este sentido ha sido destacable el respaldo brindado por ALIAXIS, a través de la capitalización recientemente realizada. Es necesario hacer hincapié en que la calificación otorgada a Durman Esquivel considera el desempeño de ésta, no obstante, ante una situación económica como la actual, donde las áreas de negocio relacionadas con la construcción se han visto especialmente afectadas, no es de extrañar que las empresas del sector vean desmejoradas sus ventas, de tal forma que la capacidad de la empresa para tomar medidas, y más aún el respaldo por parte de ALIAXIS ha sido un aspecto fundamental para mantener la opinión de SCRiesgo con respecto a la solidez y

SCRiesgo

solvencia de Durman. Cabe mencionar que la alianza con ALIAXIS ha permitido que Durman ejerza en los próximos meses la opción de redención anticipada, del 100% de los bonos estandarizados en colones.

Dentro de los aspectos positivos que se deben mencionar están la mejora en términos anualizados de las utilidades brutas y operativas, lo cual vislumbra una mejora futura en los aspectos operativos, no obstante, las pérdidas por diferencial cambiario continúan afectando de forma importante y negativa el resultado final, donde también influyen los gastos financieros, pero en el caso de éstos la compañía ha mostrado mejoras en los últimos tres meses y se espera hayan aún mayores beneficios para la empresa con los recursos que ALIAXIS pondrá a disposición de Durman con mejores condiciones que los préstamos a los que la empresa tiene acceso actualmente. Es así como la exposición cambiaría continúa como un tema importante del que se debe ocupar la empresa.

1.1. Fortalezas

- Respaldo de la empresa Aliaxis.
- Fuerte posicionamiento de la marca en los países en que participa.
- Presencia regional.
- Diversificación del portafolio de productos.
- Experiencia en el sector que compete.

1.2. Retos

- Impulsar las ventas, continuando con el control de los costos inherentes.
- Mejorar la exposición cambiaría y continuar con la gestión del riesgo de tipo de cambio.
- Optimizar su margen neto e indicadores de rentabilidad.
- Continuar con la generación de nuevas sinergias al formar parte del grupo Aliaxis.
- Expansión ordenada.

2. HECHOS RELEVANTES

El 17 de diciembre del 2009 Durman comunica que procederá a ejercer la opción de redención anticipada del 100% de los bonos estandarizados en colones y al pago total de los mismos. Además, presentarán la solicitud de ante la Bolsa Nacional de Valores.

3. PERFIL DEL EMISOR

Durman Esquivel S.A. es una empresa costarricense creada en el año 1959, en la actualidad constituye un grupo industrial de amplio reconocimiento a nivel nacional e internacional, con presencia en México, Centroamérica, Colombia y otros.

A partir de Feb.07 Durman Esquivel pasó a formar parte de Aliaxis Latinoamérica Coöperatief U.A, que adquirió el 99,99% de las acciones comunes y el 100% de las acciones preferentes en circulación. Recientemente Durman ha pasado a ser socia de ALIAXIS a nivel global. Éste es uno de los principales grupos dedicados a la manufactura de accesorios y tubería de PVC, con participación en el mercado a nivel mundial, cuyo respaldo contribuye al fortalecimiento de la posición competitiva de Durman Esquivel y con la creación de sinergias.

Durman Esquivel S.A. se dedica primordialmente a la fabricación de productos para el transporte y manejo de fluidos. Bajo este concepto, la empresa produce y comercializa entre otros la tubería RIB-LOC, los perfiles de PVC tales como canoas, tubería, accesorios, tablillas, mangueras, sistema de riego, bombas de agua y perfilaría para fabricación de ventanas; tubería de polietileno para gas y agua, tuberías Flow Guard Gold para el transporte de agua caliente, y tecnología Underground Solutions para la sustitución de tuberías.

En los últimos años la empresa ha diversificado su cartera de productos, mediante la incorporación de artículos para decoración de interiores tales como puertas, ventanas y mobiliario de oficina. Asimismo ha incorporado maquinaria para golf, equipo de mantenimiento, y vehículos utilitarios, etc. enmarcados dentro de las tres divisiones de productos que maneja la empresa (Distribución, Sistemas e Ingeniería y Productos de PVC).

La estrategia de la empresa se fundamenta en la diversificación de mercados, buscando diluir el riesgo económico entre los diversos países en que opera, así como generar ventajas competitivas en el largo plazo. Así, actualmente Durman tiene presencia en Costa Rica (1959), Panamá (1975), El Salvador (1987), Guatemala (1988), Nicaragua (1989), Honduras (1996), México (1997), República Dominicana (2001), Perú (2001), Colombia (2005), Puerto Rico (2006).

Finalmente, la Junta Directiva de la empresa fue designada en Asamblea de Accionistas, el 27 de marzo del 2007. Como Representante Legal y Apoderado Generalísimo sin límite de suma funge Francis Durman Esquivel.

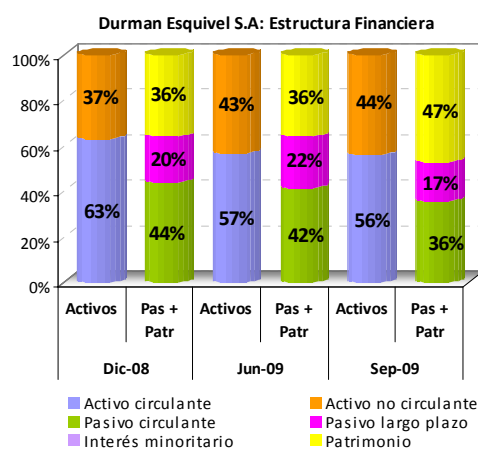
4. ESTRUCTURA FINANCIERA

En el transcurso del 2009 los cambios anuales y trimestrales sufridos en el Balance General de Durman no han mostrado una tendencia clara. Mar.09 y Jun.09 exhiben tanto evoluciones negativas como positivas, no obstante, en el último trimestre se observa un marcado incremento en el patrimonio, que sólo entre Jun.09 y Sep.09 se incrementó 36,69%, como resultado de la capitalización que le brindara Aliaxis a Durman Esquivel. En tanto, los pasivos se contraen 13,67% en el último trimestre.

SCRiesgo

En general, respecto del año anterior se observa un patrimonio más fuerte, al incrementarse 17,45% en dicho periodo, menor portafolio pasivo y una ligera reducción de los activos. Es así como aumenta el respaldo del patrimonio y alcanza a representar alrededor del 47,00% de las fuentes totales que financian el activo, mientras que el pasivo suministra el 53,00% restante. Cabe mencionar que la composición del activo, donde destaca la porción circulante, sugiere una cobertura importante por parte de los activos más líquidos de la empresa a los pasivos de corto plazo. Más adelante se detallan las razones relacionadas con este particular, como es el caso de la razón circulante y la prueba ácida.

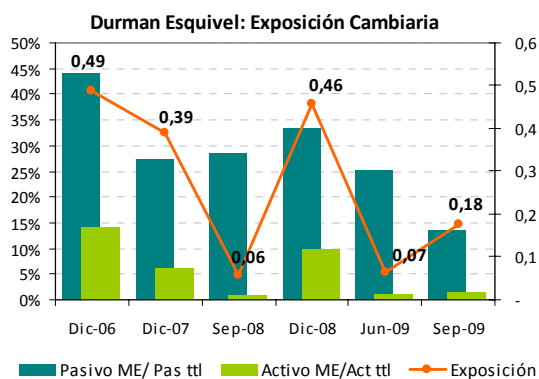
El gráfico siguiente permite observar la estructura financiera de la empresa.



Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

Por otra parte, debido a los negocios que la compañía mantiene fuera de Costa Rica, tanto con proveedores como con clientes y fábricas de la empresa ubicadas en otras localidades de la región, requiere mantener activos y pasivos en moneda extranjera. A lo largo del tiempo, Durman ha exhibido bajos porcentajes de sus activos en denominación extranjera, en los últimos dos meses dicha proporción se ha colocado por debajo de un 2,00% (9,78%, Dic.08), mientras que en el caso de los pasivos la proporción es superior, aún cuando decrece en Sep.09 al colocarse en 13,51% (33,29% en Dic.08 y 28,62% en Sep.08). Al relacionar activos con pasivos en moneda extranjera se obtiene una brecha (Gap) negativa, que a su vez implica una exposición de 0,18 veces para Sep.09, que aún cuando mejora en forma trimestral, se encuentra muy alejada de la posición más neutra desde el punto de vista de riesgos, la cual corresponde a una vez, esto dado que toda brecha supone un riesgo ante variaciones en el tipo de cambio.

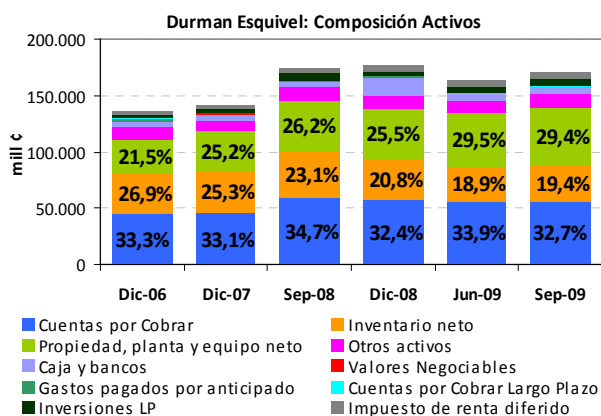
En seguida la evolución de activos y pasivos en moneda extranjera, en distintos periodos, así como la evolución de la exposición cambiaria.



Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

Con mayor detalle en lo que respecta a los activos de la empresa, se tiene que al finalizar Sep.09 éstos suman \$170.666,64 millones, monto que si bien supera el de tres meses atrás se ubica un 1,73% por debajo de los registrados en igual periodo del año anterior. Los recursos que se sumaran al patrimonio en el último trimestre no sólo contribuyeron a la disminución de los pasivos, sino también al crecimiento en todas las cuentas del activo, exceptuando los valores negociables, ya que estos no se registran desde periodos previos. Las variaciones en términos relativos más importantes se dieron en las subpartidas de gastos pagados por anticipado, el impuesto de la renta y las inversiones a largo plazo, no obstante, la composición se mantiene muy estable entre Jun.09 y Sep.09.

Respecto de un año atrás se observa un aumento en la participación de la propiedad, planta y equipo, así como una disminución en el inventario neto y las cuentas por cobrar, estos últimos rubros se pueden ver afectados ante la disminución del nivel de ventas, más adelante se retoma este punto.

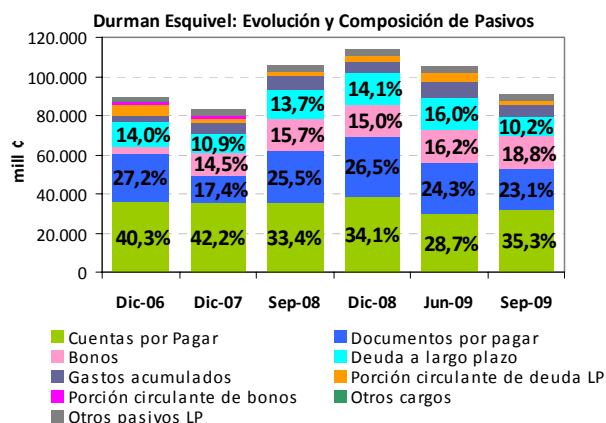


Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

En lo que concierne al pasivo, Durman registra un portafolio por \$90.651,72 millones, con lo cual muestra una disminución anual y trimestral de 14,11% y 13,67%, respectivamente. La mayor parte de los componentes del pasivo han disminuido producto de la cancelación de una parte importante de los pasivos a largo plazo, así

como de los préstamos a corto plazo, entre otros. Asimismo, si se compara el pasivo a Sep.09 con el de un año anterior se tienen contracciones significativas en la deuda de largo plazo, las cuentas por pagar y los documentos por pagar. Cabe mencionar que similar a la composición de los activos, así como a la estructura de los pasivos en el pasado, más del 60,00% del total se concentra en el corto plazo.

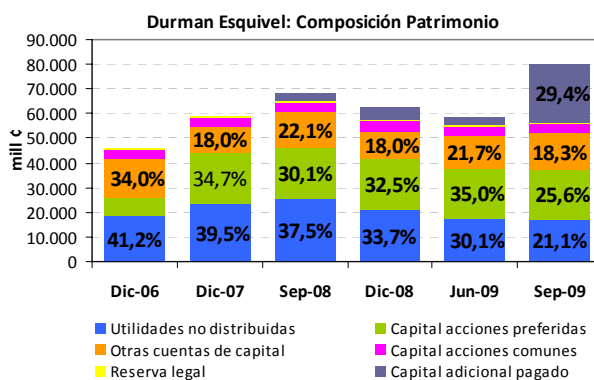
A continuación la composición del pasivo de Durman Esquivel S.A.



Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

De las principales partidas del Balance resta comentar la evolución del patrimonio y su estructura. Al finalizar el tercer trimestre del 2009 el patrimonio de Durman asciende a \$80.014,92 millones, monto que luego de verse negativamente afectado en el pasado, registra un aumento trimestral de 36,69% y anual de 17,45%. Lo anterior principalmente gracias al capital adicional pagado por Aliaxis, el cual logra más que compensar las menores utilidades no distribuidas que se observan en Sep.09 respecto de Sep.08 y la contracción de otras cuentas de capital.

En razón de lo comentado, mientras las utilidades no distribuidas merman su participación dentro del patrimonio total, el capital adicional pagado se incrementa considerablemente, tal como se muestra en el gráfico siguiente.



Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

5. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

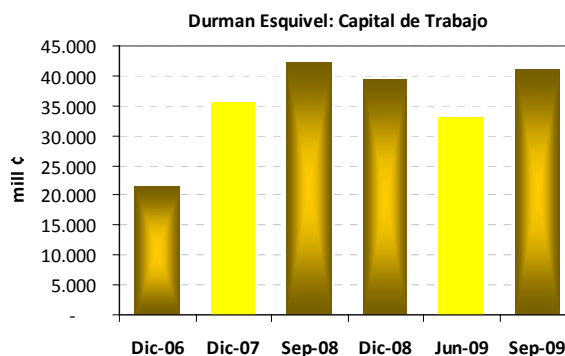
En este apartado se analiza la continuidad de las operaciones de Durman Esquivel S.A, a través de los indicadores de liquidez y endeudamiento. En la sección anterior se hizo mención a la composición de activos y pasivos según su grado de liquidez, donde se observó que la empresa mantiene una importante concentración en activos y pasivos circulantes, por lo que el análisis de los indicadores de liquidez adquiere mayor relevancia.

5.1. Cobertura

Como parte de los indicadores de liquidez se contemplan la razón circulante, prueba ácida, porción de capital de trabajo y su cobertura.

El primero de los indicadores de liquidez que adelante se resumen, señala que la empresa brinda una cobertura total de los pasivos de más pronto vencimiento, a través de su activo de corto plazo. Ello brinda cierta seguridad a los proveedores y acreedores cuyos pagos deben realizarse con mayor prontitud. No obstante, esta razón contempla inventarios, los cuales podrían no ser tan fácilmente convertibles en efectivo. Por tanto, al eliminar dicha partida, en búsqueda de un indicador de liquidez más restrictivo, y relacionar el monto resultante con el pasivo de corto plazo, se obtiene la prueba ácida, la cual supera la unidad para Sep.09. Dicho indicador se ha favorecido por la contracción de los inventarios respecto de un año atrás, así como por la reducción anual y trimestral del pasivo circulante. Si bien en el pasado Durman mantenía unos indicadores favorables, éstos han mejorado aún más para Sep.09.

A lo anterior se suma el aumento en la proporción del capital de trabajo. De tal forma que mientras en Sep.08 y Jun.09 el capital de trabajo no superaba el 40,00% del activo circulante, en Sep.09 alcanza representar un 42,75% de éste. En otras palabras, para Sep.09 la empresa cuenta con una mayor proporción de sus activos líquidos, que en periodos previos, para la operación del día a día. Desde Dic.08 y hasta mediados del 2009 el capital de trabajo tendió a la baja; sin embargo, en Sep.09 se observa un incremento trimestral que contribuye con una mayor proporción de capital de trabajo entre Jun.09 y Sep.09. De esta forma, el valor observado para éste indicador en Sep.09, es uno de los mayores registrados por la empresa.



Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

Finalmente, la empresa cubre sus inventarios en más de un 100% con su capital de trabajo, una relación favorable ya que indica que una vez cubiertos los pasivos y los documentos por pagar, porción circulante de la deuda a largo plazo, cuentas por pagar, entre otros, los activos líquidos aún son superiores al inventario.

En el siguiente cuadro se muestra el comportamiento de los indicadores comentados.

Indicadores de Liquidez

Liquidez	Dic-05	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
Razón circulante	1,25	1,50	1,49	1,43	1,36	1,56
Prueba ácida	0,74	0,89	0,93	0,96	0,91	1,02
Proporción Capital trabajo	24,23%	39,94%	39,60%	35,44%	35,30%	42,75%
Cobertura Capital trabajo	0,59	0,99	1,05	1,08	1,06	1,24

Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

5.2. Endeudamiento

Por su parte, los indicadores de endeudamiento señalan mejoras en todos los casos, donde las razones son de las menores observadas en la empresa. La disminución del pasivo y el aumento del patrimonio son dos factores que contribuyen a las variaciones a la baja, favorable para la solidez de la empresa y el respaldo de los acreedores.

El menor apalancamiento (IAP) indica que el activo es financiado o respaldado en mayor proporción por el patrimonio, que en el pasado. En tanto, la Razón de Deuda (RD) respalda la afirmación anterior al representar una menor porción del activo financiada a través de pasivo. Este indicador ha pasado de 60,77% a 53,12% entre Sep.08 y Sep.09.

Se suma la menor relación entre pasivo y patrimonio, o endeudamiento (E), que refleja un mayor respaldo a través del patrimonio para los acreedores de Durman, así como la contracción del Endeudamiento según el cálculo indicado por el ente supervisor (E SUGEVAL), que

se muestra más holgado aún respecto del máximo correspondiente a 4 veces establecido por la SUGEVAL en el Acuerdo 73. El E SUGEVAL relaciona el pasivo con el patrimonio libre (no considera utilidades no distribuidas, que no han sido restringidas), lo que lo convierte en un indicador más restrictivo que el E.

Con la capitalización por parte de ALIAXIS, Durman llevó a cabo la cancelación de deuda bancaria de corto y largo plazo, favoreciendo estos indicadores. A la evolución positiva de las razones se adiciona la destacable capacidad de pago que en el corto plazo tiene la empresa, como factores positivos.

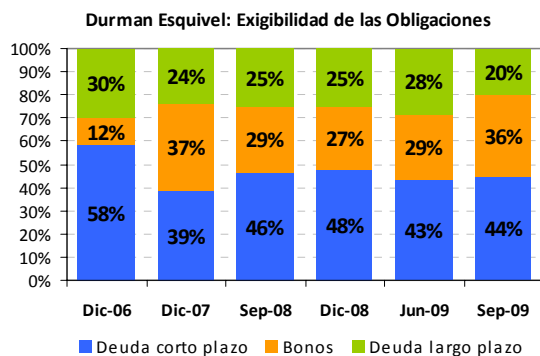
El siguiente cuadro muestra los indicadores comentados.

Endeudamiento	Dic-05	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
IAP	2,96	2,40	2,55	2,80	2,79	2,13
RD	66,26%	58,39%	60,77%	64,29%	64,21%	53,12%
E	1,96	1,40	1,55	1,80	1,79	1,13
E Sugeval	3,00	2,14	2,48	2,71	2,56	1,44

Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

Por otra parte, el pasivo de mayor exigibilidad para la empresa está compuesto por los documentos por pagar, deuda al largo plazo y los bonos. Estos pasivos han pasado de constituir el 54,98% del total en Sep.08 a 51,98% en Sep.09 (56,54%, Jun.09). Lo anterior debido a la disminución que han presentado estos pasivos, exceptuando los bonos. Cabe destacar que el conjunto de pasivos de menor exigibilidad (cuentas por pagar, gastos acumulados y otros), también han disminuido para Sep.09, no obstante, en menor proporción que los exigibles.

El siguiente gráfico muestra la composición del pasivo más exigible de Durman, la cual ha variado con el aumento en la representatividad de los bonos.



Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

En el caso específico de los préstamos, éstos se concentran en vencimientos de 3 meses a 1 año. Dichos préstamos representan aproximadamente un 71,00% del total, la porción restante tiene vencimientos mayores a 3 años. La participación con plazos entre 3 meses y 1 año ha aumentado en los últimos tres meses, debido a la mayor contracción de los saldos con vencimientos

SCRiesgo

superiores, deuda que ha sido amortiguada de forma importante por la empresa.

Por su parte, los bonos se concentran en períodos de 1 a 3 años en más de un 85,00%. Con el paso del tiempo esta concentración pasó de más de 3 años en el 2008 al rango mencionado.

A Sep.09 Durman ha colocado ¢17.000,00 millones en emisiones de bonos estandarizados, lo que representa cerca del 31,00% del total autorizado por SUGEVAL (colonizado). En detalle, el monto anterior fue colocado a través de la serie 2011 A (¢2.000,00 millones), y los Programas de emisiones 2007-A y 2008-B (¢10.000 y ¢5.000,0 millones, respectivamente). En el caso del Programa 2007-A, la serie colocada (2007-A4), tiene vencimiento el 27 de Mar.12, mientras que en el Programa 2008-B se colocaron dos series (2008-B4 y 2008-B9), cuyos vencimientos se establecieron para el 2012 y 2015. Pese a lo anterior Durman ha hecho el comunicado de que se acogerá a la redención anticipada de todas estas emisiones y la que solicitará la desinscripción de la Bolsa Nacional de Valores.

Actualmente, el activo circulante brinda una cobertura de 1,74 veces al monto total autorizado y de 5,66 veces al monto colocado. Asimismo, el patrimonio cubre 1,45 veces el monto autorizado y en 4,71 veces el colocado.

Las siguientes son las emisiones aprobadas por SUGEVAL a Durman Esquivel, S.A.

Serie	Monto	Fecha vencimiento - plazo -
	-millones-	
2011 A	¢2.000,00	12/01/2011
Programa 2007-A		
Emisiones en Colones	¢10.000,00	
2007-A1	N/A	
2007-A2	N/A	
2007-A3	N/A	
2007-A4	¢10.000,00	27/03/2012
2007-A5	N/A	
2007-A6	N/A	
2007-A7	N/A	
2007-A8	N/A	
2007-A9	N/A	
Programa 2008-B		
Emisiones en Colones	¢5.000,00	
2008-B1	N/A	
2008-B2	N/A	
2008-B3	N/A r	
2008-B4	¢2.500,00	18/02/2012
2008-B5	N/A	
2008-B6	N/A	
2008-B7	N/A	
2008-B8	N/A	
2008-B9	¢2.500,00	28/08/2015

Programa 2008-C Emisiones en Dólares	\$10,00	
2008-C1	Por definir	2 años
2008-C2	Por definir	3 años
2008-C3	Por definir	3 años
2008-C4	Por definir	4 años
2008-C5	\$5,00	28/08/2013
2008-C6	Por definir	5 años
2008-C7	Por definir	5 años
2008-C8	Por definir	6 años
2008-C9	Por definir	7 años
Programa 2009-D de emisiones en colones	€15.000,00	Por definir
Programa 2009-E de emisiones en dólares	\$30,00	Por definir

Adicional al análisis de la evolución y composición del pasivo de la empresa, es importante comentar acerca de su capacidad para cubrir la carga financiera relacionada. Como se observa en la tabla resumen que adelante se presenta, la cobertura a los intereses por parte de la utilidad operativa ha mejorado trimestralmente, no obstante, se mantiene en niveles muy por debajo de los registrados en el 2008 y periodos tras anteriores. Lo anterior responde a que en relación a tres meses atrás la utilidad de operación anualizada ha registrado una mejora considerable y los gastos financieros anualizados disminuyen; sin embargo, en términos anuales el resultado operativo es 75,47% menor, semejante a lo que resulta de compararlo con cierres anuales previos, mientras que el gasto financiero es superior a la de Sep.08 en un 35,00% aproximadamente, de modo que la combinación de estos factores contribuye a una menor cobertura para el período.

El escenario de la cobertura es más favorable en relación a Jun.09, aún cuando han aumentado las relaciones entre el gasto financiero y los pasivos totales, así como en relación al pasivo con costo. No obstante, además de ser desfavorable respecto de Sep.08 y de cierres fiscales anteriores, la razón de cobertura de intereses menor a la unidad es señal de que el resultado operativo no es suficiente para cubrir el servicio de la deuda, y por tanto es de esperar que la utilidad antes de impuestos sea negativa, como más adelante se verá.

El interés promedio (TIP) y la relación entre gasto financiero y pasivo con costo, sugieren que los costos del financiamiento se han incrementado.

Indicadores de Endeudamiento

Endeudamiento	Dic-05	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
Cobertura de intereses	2,79	2,60	2,06	1,24	0,16	0,37
TIP	5,43%	5,16%	4,19%	4,27%	6,20%	6,60%
GtoFinan/Pasc/costo	10,15%	10,82%	7,36%	7,31%	10,17%	12,13%

Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

6. ANÁLISIS DE GESTIÓN

En la presente sección, se analizan los índices de gestión, con el fin de evaluar la efectividad en el uso de activos, para el alcance de los objetivos de la empresa. Se valora la capacidad de transformación y generación de flujos de caja por parte de los activos circulantes, la productividad y contribución de éstos dentro de las operaciones de la empresa. Adicionalmente, se analiza la efectividad en el cobro de cuentas y puntualidad en el pago de sus facturas, ambos factores de suma importancia para la continuidad del negocio y confianza en la empresa.

6.1. Actividad

Tomando como referencia los datos acumulados a cada período y anualizándolos posteriormente, se construyen los indicadores de actividad que adelante se resumen.

Todas estas razones están relacionadas a las ventas de la compañía, las cuales totalizaron en €104.297,96 millones al cierre de Sep.09, monto menor al de Jun.09 3,14%, en términos anualizados, e inferior al de Sep.08 en 27,48%. La contracción es semejante si se compara el resultado anualizado a Sep.09, contra el acumulado durante el 2008 la reducción ronda el 24,00%. Es así como las rotaciones se ven negativamente a la baja, continuando con una tendencia decreciente que se da desde el 2008.

La rotación de activo fijo (RAF) ha sido la más afectada durante el 2009. Pese a lo cual, la inversión realizada en activo fijo se mantiene como la más efectiva en la generación de ingresos, al mostrar una rotación superior.

Indicadores de Actividad

Actividad	Dic-05	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
RAC	1,64	1,95	1,80	1,64	1,54	1,45
RLP	3,17	3,28	2,85	2,81	2,04	1,87
RAF	5,03	4,87	4,21	4,06	2,97	2,77
RAT	1,08	1,22	1,10	1,04	0,88	0,81

Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

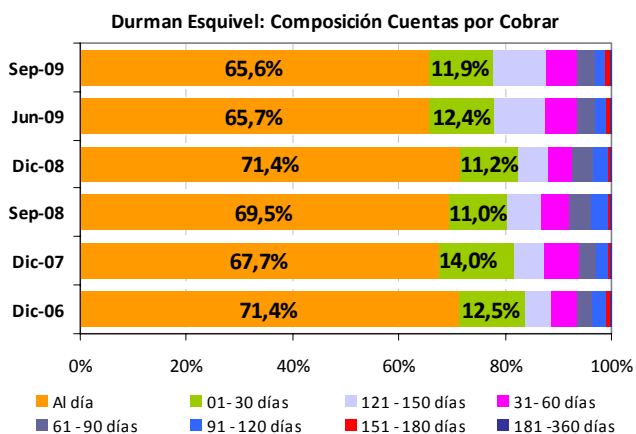
6.2. Cuentas por cobrar

A Sep.09 Durman registra €55.735,05 millones en cuentas por cobrar netas, las cuales prácticamente no han variado a lo largo de los últimos seis meses y que al igual que en Jun.09 presentan una contracción interanual (-7,46%, Sep.08-Sep.09).

De Sep.08 a Sep.09 se observa un aumento porcentual mayor al 50,00% en las cuentas brutas cuyos vencimientos van de 121 días a un año, asimismo, se incrementan aunque en proporciones menores al 5,00%, las cuentas de 1 a 60 días. En tanto, disminuyen las cuentas al día en un

11,00% aproximadamente y las que tienen vencimientos de 61 a 120 días. La reducción de las cuentas al día es consecuente con el menor volumen de ventas. En los últimos tres meses también se observan aumentos en las cuentas con mayores plazos a 121 días, mientras que las de periodos previos se contraen en su mayoría. Un aspecto positivo es que las cuentas al día se mantienen estables en el último trimestre.

Dado lo anterior, la estructura de las cuentas ha variado ligeramente a lo largo del tiempo, donde se tiene una menor participación de las cuentas al día, pese a lo cual es positivo que éstas continúen como las más representativas dentro del total. En seguida la composición por plazo de las cuentas por cobrar brutas.



Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

Por otra parte, la evolución de las ventas que se comentó en la sección anterior no sólo afectó a los indicadores de actividad, sino también a la rotación de las cuentas por cobrar. El valor de 2,50 veces, mostrado en Sep.09, es uno de los menores que la empresa exhibe. Las menores rotaciones sugieren que la empresa logra transformar el total de sus cuentas por cobrar en ventas efectivas, menos veces al año que en el pasado. Paralelamente, el periodo medio de cobro (PMC) se ha mantenido al alza, indicando que aumenta el periodo que en promedio tarda la empresa en cobrar la totalidad de sus cuentas a los clientes, en el año, transformándolas en ventas efectivas.

El siguiente cuadro resume los principales indicadores relacionados con las cuentas por cobrar, comentados anteriormente.

Actividad	Dic-05	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
Rotación de CxC	3,24	3,70	3,18	3,19	2,59	2,50
PMC	111,03	97,26	113,07	112,69	139,20	144,28
Estimaciones/CxC	2,73%	1,38%	1,03%	2,06%	2,01%	2,15%
Estimaciones/CxC >90 d	30,27%	15,98%	10,31%	22,96%	15,64%	15,93%

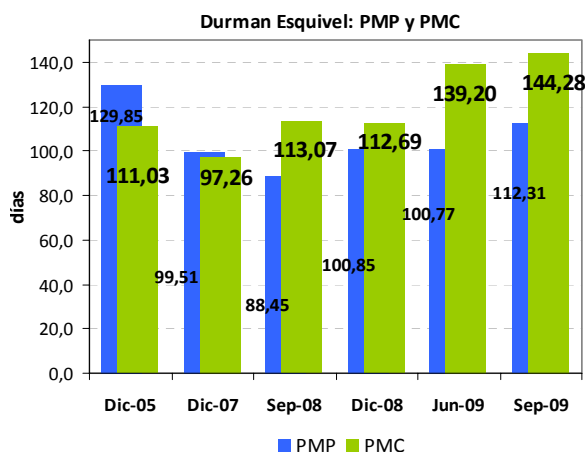
Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

6.3. Cuentas por pagar

Otros indicadores de gestión que deben considerarse son los relacionados con cuentas por pagar. Este es uno de los rubros principales que componen los pasivos, a pesar de que en el 2009 se han registrado menores montos que en el 2008, se mantiene dentro de las principales fuentes de financiamiento de la compañía.

Para Sep.09 Durman registra cuentas por pagar por €31.963,06 millones, 9,24% menos que en Sep.08, pero que en los últimos tres meses aumentaron alrededor de un 6,00%, donde las reducciones anuales van de la mano del menor nivel de ventas que ha registrado la empresa.

En tanto, al relacionar las cuentas por pagar con el costo de las ventas es posible obtener el periodo medio de pago (PMP), anual. Para Sep.09 este indicador se incrementa, debido a una mayor contracción anual de los costos de ventas. Éstos también se reducen en forma trimestral (valores anualizados). Dichos factores dan paso al aumento del PMP para Sep.09, de tal forma que la empresa tarda más en promedio para cancelar el total de sus cuentas por pagar, reflejando a su vez un mayor financiamiento a través de proveedores.



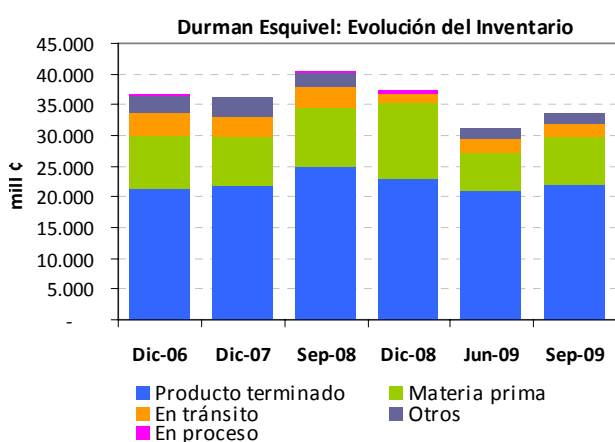
Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

Un aspecto de mayor relevancia es la relación entre el PMP y el PMC, la cual ha dado lugar a una brecha durante el 2008 que indica que la empresa brinda un mayor plazo de financiamiento que el que percibe de parte de sus proveedores. En promedio Durman tarda más en recuperar lo adeudado por sus clientes, que el periodo en que debe hacer frente a sus cuentas por pagar. Por tanto, otros activos líquidos, distintos a los recuperados a través de sus cuentas por cobrar, deben utilizarse para la cancelación de sus cuentas por pagar. Sin embargo, es importante recordar que Durman cuenta con suficientes activos líquidos como para cubrir la totalidad de sus pasivos de corto plazo e incluso una parte importante de los pasivos a plazo.

6.4. Inventarios

En términos interanuales, semejante a lo que se observa en las cuentas por cobrar, ante la disminución de las ventas y otros factores relacionados con los costos de materias primas, los inventarios se han contraído alrededor de un 17,00%, alcanzando un total de €33.173,77 millones a Sep.09. Por otra parte, luego de que en Dic.08 y en Mar.09 el inventario se contrajera trimestralmente, en Jun.09 y Sep.09 se observan leves recuperaciones trimestrales. En dichos periodos se realizaron nuevas compras, a precios más favorables que las llevadas a cabo en la segunda mitad del 2008.

El gráfico siguiente permite observar la evolución y composición del inventario.



Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

Tal como se aprecia en el gráfico anterior, en la composición de los inventarios históricamente predomina el producto terminado, lo que a su vez sugiere una mayor liquidez de la partida que en el caso en el que destaca la materia prima.

A través de la segunda mitad del 2008 la rotación de inventarios (RINV) se mostró al alza, en buena medida debido a los altos costos de ventas. No obstante, durante el primer semestre del 2009 la evolución ha sido la opuesta, la cual continúa para Sep.09. En términos anuales, la disminución de la RINV es resultado de la mayor contracción en el costo de ventas que en el inventario. En tanto, la disminución trimestral es ocasionada por el menor costo de ventas anualizado, lo mismo que se diera en Jun.09. Es así que la disminución de la RINV y el consecuente aumento del período medio de inventario (PMI), no son producto precisamente de movimientos negativos, en este caso, no son resultado de la acumulación de inventarios.

Actividad	Dic-05	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
RINV	2,75	3,52	3,57	3,76	3,48	3,09
PMI	130,70	102,20	100,79	95,86	103,49	116,56

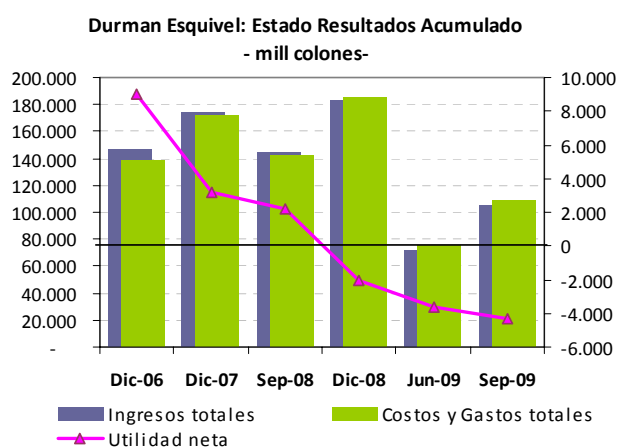
Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

7. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Esta sección contempla el análisis de los resultados acumulados de la empresa, detalla los rendimientos alcanzados de acuerdo a las inversiones y actividades realizadas.

7.1. Estado de Resultados

Como resultados, Durman acumula a Sep.09 una pérdida antes de impuestos por €4.332,72 millones, mientras que en igual periodo del año anterior logró generar utilidades netas por €2.610,19 millones. Asimismo, desde el cierre de Dic.08 la empresa registra resultados acumulados negativos a cada periodo. El gráfico siguiente muestra los resultados acumulados a cada periodo y con ello la mayoría de los periodos en los cuales la utilidad neta se ubica por debajo de la línea de utilidades netas nulas.



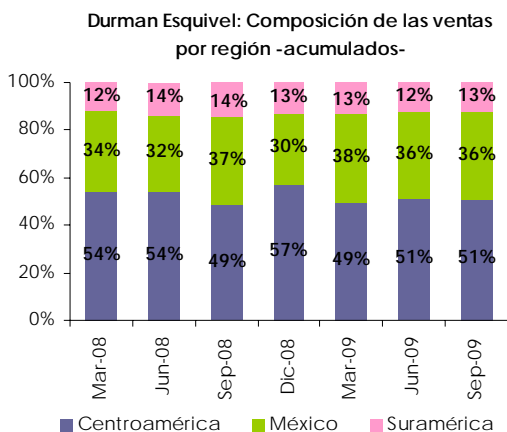
Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

Un aspecto a destacar es que si bien las pérdidas acumuladas continúan en aumento, en cada trimestre del 2009 se registraron menores pérdidas conforme avanzó el año.

Al analizar con mayor detenimiento los ingresos, se tiene que a Sep.09 Durman acumula €104.433,32 millones, un 27,44% menos que en Sep.08. Esta disminución es mayor a la que muestran los gastos en igual periodo, por lo que se da la reducción del resultado final en términos interanuales. De forma semejante se comportan estas partidas entre Jun.09 y Sep.09, en términos anualizados, por lo que la empresa continúa registrando un escaso dinamismo de los ingresos a lo largo del 2009.

Como característica invariable, prácticamente la totalidad de los ingresos provienen de las ventas, por lo que la caída de éstas respecto del año anterior en un 27,00%, aproximadamente, es la causante de la contracción de los ingresos totales. Asimismo, en los últimos tres meses las ventas generadas no fueron suficientes para implicar un incremento en términos anualizados respecto de Jun.09.

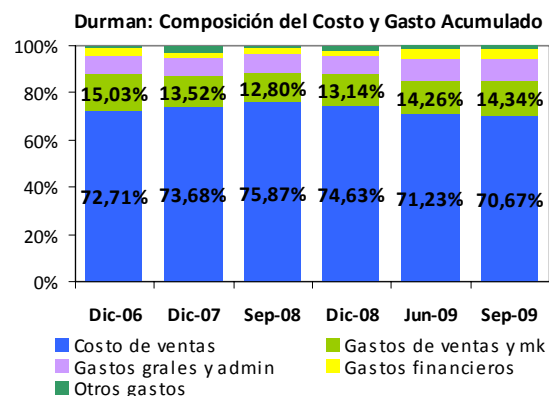
En términos anuales las ventas acumuladas se contrajeron en todas las regiones que participa la empresa, mientras que en términos anualizados solamente en Suramérica se registró una leve variación trimestral positiva. El gráfico siguiente muestra las variaciones que en el último año se han generado en la composición de las ventas acumuladas, según lugar de origen, donde se observa una ligera disminución anual en la porción de las ventas que proviene de México. Sin embargo, los cambios observados en general son escasos, ya que las contracciones de una región son compensadas en alguna medida por las disminuciones de las otras zonas.



Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

Por otra parte, los productos ofrecidos por la compañía se concentran en dos grandes grupos, los de PVC y otros, donde se encuentran productos como los carros de golf. En este sentido, si bien los productos PVC se mantienen como la principal fuente generadora de ventas, su participación dentro del total se redujo durante el 2009 al aportar alrededor del 65,00% del total, mientras que en el 2008 generase el más del 75,00% de los ingresos por ventas. Esto es resultado de la disminución anual en la venta de dichos productos, lo que responde a la crisis sufrida desde mediados del 2008 que golpeó fuertemente a la actividad de construcción inmobiliaria. De tal forma, la estrategia de diversificación del portafolio de productos contribuyó a mitigar en algún grado la menor demanda en la línea de PVC.

En el caso de los costos y gastos, el monto total acumulado (¢108.729,30 millones) es al igual que los ingresos menor a los generados en igual periodo del año anterior, no obstante, su contracción no logró compensar la de los ingresos, de lo que resulta la generación de las pérdidas en el periodo. El gráfico siguiente muestra la estructura del gasto para Durman Esquivel.

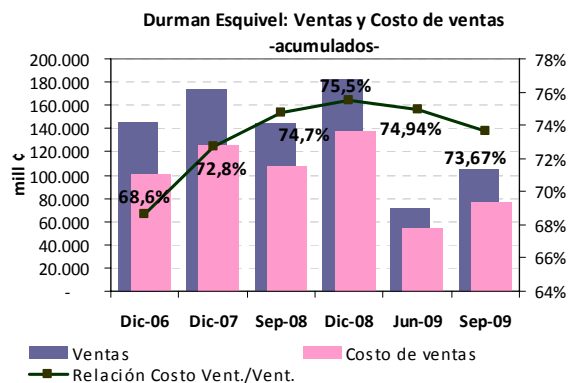


Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

Es importante mencionar que si bien el costo de ventas y los gastos operativos se redujeron en forma anual, los gastos financieros y por diferencial cambiario aumentaron considerablemente, de modo que la disminución global de los gastos no logró compensar la caída de las ventas.

Un aspecto positivo es que en los últimos tres meses el valor anualizado del costo de ventas se contrajo en mayor porcentaje que las ventas, permitiendo un leve aumento trimestral de la utilidad bruta anualizada. Los gastos de operación se comportaron de forma similar a los costos de ventas y con ello la utilidad de operación se incrementó en términos anualizados de Jun.09 a Sep.09. Pese a lo comentado, el volumen de las pérdidas por diferencial cambiario y otros gastos, que en ambos casos se incrementaron, compensaron las mejoras mencionadas e incluso la disminución de los gastos financieros anualizados, a tal punto que las utilidades netas se mantuvieron negativas. De lo anterior se debe rescatar que se vislumbra una mejora en el desempeño bruto y operativo de la empresa, resta observar mejoras en relación al diferencial cambiario, que en los últimos tres meses contribuyó de forma importante a los resultados negativos de la compañía.

El gráfico siguiente muestra con mayor claridad las mejoras en la evolución del costo de ventas, cuya representatividad respecto de las ventas ha disminuido, permitiendo las leves mejoras en la utilidad bruta.



Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

Como parte de los indicadores de actividad, relacionados con el gasto, un factor positivo observado es la leve mejora anual y trimestral de la rotación del gasto administrativo. Lo anterior gracias a la contracción anual de dicho gasto y al leve aumento trimestral de su valor anualizado. El control del gasto es uno de los logros de la empresa, ante el escenario prevaleciente. Así, la rotación del gasto administrativo es una de las mayores alcanzadas por la compañía, la cual refleja una mejora en la eficiencia de la carga administrativa para el desarrollo del proceso productivo y funcionamiento de la empresa.

Actividad	Dic-05	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
Rotacion Gtos. Adm.	11,74	10,87	11,48	12,29	12,18	12,56
Util. Operac. / Gtos Adm.	1,18	0,85	0,60	0,42	0,08	0,16

Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

Finalmente, en lo que respecta a esta sección, los márgenes de la empresa exhiben una clara mejora respecto de tres meses atrás, debido a las razones que en párrafos anteriores se comentaran acerca de la evolución de los distintos resultados. Sin embargo, exceptuando al Margen Bruto (MB), todos se colocan por debajo de los valores logrados en Sep.08 y Dic.08. De mayor preocupación es el hecho de mantener un Margen Neto (MN) negativo durante varios periodos consecutivos. Ante la reducción en los últimos meses del gasto financiero, se vuelve un nuevo reto el reducir las pérdidas por diferencial cambiario para que éste contribuya a la generación de una utilidad neta positiva.

Rendimientos	Dic-05	Dic-05	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
MB	31,36%	27,25%	25,25%	24,46%	25,06%	26,33%
MO	9,28%	6,39%	4,76%	3,30%	0,71%	1,61%
MN	6,14%	1,83%	1,55%	-1,12%	-5,03%	-4,12%

Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

7.2. Rentabilidad

En esta sección se analiza el éxito en generación de resultados por parte de los activos y capital invertido en el negocio, mediante indicadores del rendimiento operativo de los activos (ROA), rendimiento sobre inversiones (RSI) y rendimiento sobre patrimonio (RSP).

Como se ha mencionado anteriormente, en términos anualizados la utilidad operativa a mejorado entre Jun.09 y Sep.09, lo que se ve reflejado en un aumento del ROA de la empresa, sin embargo, los niveles del indicador se mantiene muy por debajo de los valores históricos. Asimismo, en Sep.09 la RSP y RSI, mejoran respecto de Jun.09, pero no sólo se mantienen inferiores a los históricos sino que continúan negativos, afectados por las pérdidas percibidas por la empresa a lo largo del último año. Adicionalmente, el valor negativo del RSP puede

interpretarse como una "destrucción de valor" para el accionista.

Durman debe prestar especial atención al RSP y RSI, dado que la negatividad de los resultados puede llegar a afectar la solidez de la empresa por la vía del patrimonio. Actualmente, esta evolución negativa de los resultados ha sido más que compensada por la capitalización de Durman que ALIAXIS realizó.

Indicadores de rentabilidad

Rendimientos	Dic-05	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
ROA	10,02%	7,83%	5,25%	3,42%	0,62%	1,31%
RSI	6,63%	2,25%	1,71%	-1,15%	-4,42%	-3,36%
RSP	19,65%	5,40%	4,37%	-3,23%	-12,35%	-7,16%

Fuente: Elaborado a partir de datos tomados de SUGEVAL.

Nemotécnicos

Nemotécnico	Significado
IAP	Apalancamiento
RD	Razón de deuda
E	Endeudamiento
E Sugeval	Endeudamiento Sugeval
MB	Margen bruto
MO	Margen operativo
MN	Margen neto
TIP	Interés promedio sobre pasivos
RAC	Rotación activo circulante
RLP	Rotación activo largo plazo
RAF	Rotación activo fijo
RAT	Rotación activo total
PMC	Periodo medio de cobro
RINV	Rotación de inventario
PMI	Periodo medio de inventario
ROA	Rendimiento Operativo a activos
RSI	Rendimiento a inversión
RSP	Rendimiento a patrimonio
SUGEVAL	Superintendencia General de Valores

Las calificaciones otorgadas no han sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades no Financieras utilizada por SCRiesgo fue actualizada en el ente regulador en agosto de 2007. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en mayo de 1997. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.