

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO QUINTA DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES – ALMACENES BOYACÁ S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 089/2020, del 31 de julio de 2020

Información Financiera cortada al 31 de mayo de 2020

Analista: Econ. Roberto Jordán

roberto.jordan@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

ALMACENES BOYACÁ S.A., es una compañía que se dedica al comercio en general, y especialmente al establecimiento de almacenes para la venta al por mayor y menor de toda clase de mercadería nacional y extranjera, ya sea de estado natural, semielaborado o elaborado, en todo, sus partes, piezas y componentes, además de la importación y exportación de mercaderías.

Revisión

Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2017-00003798, emitida el 30 de agosto del 2017

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 089/2020 del 31 de julio de 2020 decidió otorgar la calificación de **“AA+” (Doble A más)** a la Quinta Emisión de Obligaciones– ALMACENES BOYACÁ S.A. por un monto de hasta cuatro millones de dólares (USD 4'000.000,00).

Categoría AA: “Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general”.

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo **“no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste.”**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada a la Quinta de Emisión de Obligaciones– ALMACENES BOYACÁ S.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- La compañía comercializa una amplia gama de productos, en su mayoría finales, los cuales están destinados a diferentes sectores económicos y sociales, enfocados o relacionados con productos o bienes para el hogar, para la construcción o acabados de construcción y para ferreterías.
- Almacenes Boyacá S.A. al 31 de mayo de 2020 cuenta con 9 sucursales a nivel nacional, ubicándose la matriz en la ciudad de Guayaquil, en la Avenida Juan Tanca Marengo, en donde se toman las decisiones y se desarrolla el trabajo administrativo.
- ALMACENES BOYACÁ S.A., se encuentra gobernado por la Junta General de Accionistas, que tiene las funciones de gobierno, dirección y administración. Orgánicamente es administrada por el Presidente, de acuerdo a las facultades y atribuciones señaladas en el Estatuto Social de la compañía.

- Hasta el año 2018 las ventas de la compañía mostraron un comportamiento creciente, pasando de USD 33,39 millones en 2016 a USD 39,34 millones a diciembre de 2018, este último presentó un crecimiento de 6,60% respecto a las ventas de 2017, gracias a la mayor variedad de productos que la compañía pone a disposición de sus clientes, conforme las tendencias del mercado y la asesoría que brindan a sus clientes generando valor agregado a su servicio, como parte de sus estrategias comerciales. Para diciembre de 2019 las ventas decaen en un 15,57% frente a lo registrado en su similar de 2018, arrojando una suma de USD 33,21 millones, debido de la coyuntura económica que atraviesa el país. Finalmente, para los periodos interanuales las ventas continúan bajando (-45,81%), pues luego de registrar USD 14,44 millones en mayo de 2019 pasaron a USD 7,83 millones en mayo de 2020, debido a la emergencia sanitaria (COVID-19) que vive el país, la cual obligó a la empresa a suspender sus labores desde marzo de 2020 hasta casi finales de mayo del mismo año, afectando de manera importantes las ventas realizadas al por mayor y menor.
- Los costos y gastos fueron cubiertos de buena forma por los ingresos, lo que le permitió a la compañía arrojar un margen operativo positivo durante los periodos analizados, es así que pasó de significar el 7,99% de las ventas en 2016 a un 11,29% en 2019. Para los periodos interanuales el margen operativo, evidenció una importante caída, pasando de representar el 9,62% de las ventas en mayo de 2019 hasta significar una pérdida operativa de -8,45% de las ventas en mayo de 2020, debido a los efectos de la emergencia sanitaria (COVID-19) originados desde el mes de marzo de 2020.
- Tras el descuento de los gastos financieros, otros ingresos y egresos, participaciones e impuestos, la utilidad neta se mostró decreciente entre los periodos analizados 2016-2018 pasando de representar 0,89% de las ventas en 2016 a 0,34% en 2018; no obstante, para diciembre de 2019; esta se recupera levemente hasta significar el 0,77% de las ventas, gracias a un mejor control en los costos y gastos, a pesar de la disminución de sus ingresos. Para mayo de 2020, la empresa registró una pérdida neta que representó el -23,76% de las ventas debido a la pandemia (COVID-19), la cual generó una suspensión laboral. Para revertir estos resultados la empresa esta implementando varias estrategias, tal es el caso de la terminación de contratos con más de 160 colaboradores, cierre definitivo de 3 sucursales, con la finalidad de ser óptimos y más rentables. Además, están efectuando un agresivo plan comercial de dropshipping con sus principales proveedores para no recurrir a financiamientos adicionales, así mismo están incrementando la campaña de ventas on-line, entre otros.
- El EBITDA (acumulado) desde 2016 hasta 2018, se muestra relativamente estable sobre la participación de los ingresos, manteniéndose en un rango del 13% durante los periodos anuales, es así que pasó de significar el 13,73% en 2016 a un 13,69% en 2018; sin embargo, para diciembre de 2019 la participación crece, llegando a significar el 20,34% de las ventas, gracias a los ajustes realizados por la empresa en costos y gastos, lo que generó una utilidad operacional significativa y por ende un mayor EBITDA (acumulado). Para mayo de 2020, el EBITDA (acumulado) decrece de manera importante a 6,02% de las ventas, después de haber significado el 20,64% de las ventas en mayo de 2019, resultados que derivó en que la empresa no logre generar los flujos propios suficientes para cubrir sus obligaciones.
- ALMACENES BOYACÁ S.A. presentó activos con un comportamiento creciente pasando de USD 50,84 millones en el año 2016 a USD 68,87 millones en diciembre de 2019 y USD 68,90 millones en mayo de 2020, comportamiento que se atribuyó principalmente al incremento de sus inventarios y mayores cuentas por cobrar de corto y largo plazo.
- Al 31 de mayo de 2020, las cuentas por cobrar clientes totalizaron USD 8,09 millones¹, las cuales estuvieron conformadas principalmente por la cartera por vencer con un 91,66% y apenas el 8,34% representó la cartera vencida. Resultados que evidencia una cartera sana, no obstante, debería continuar con sus gestiones de cobranza, a fin evitar un deterioro de la cartera y minimizar el riesgo de incobrabilidad.
- El financiamiento de los pasivos totales sobre los activos se mostró creciente a partir del año 2016, pues luego de fondear el 69,86% de los activos en ese año, pasó a un 77,09% en 2019 y un 79,79% en mayo de 2020, como efecto de un mayor requerimiento de deuda financiera, misma que fondeó el 65,29% para este último periodo (61,69% a diciembre de 2019); además del incremento en cuentas por pagar a proveedores.
- El patrimonio mostró un leve crecimiento durante los periodos analizados, totalizando para el año 2016 USD 15,32 millones (30,14% de los activos) y USD 15,78 millones (22,91% de los activos) a diciembre de 2019 como efecto de un aumento en su capital social; para mayo de 2020 se observa un decrecimiento en términos monetarios del patrimonio, producto de la pérdida del ejercicio registrada en este periodo, totalizando USD 13,92 millones (20,21% de los activos).

¹ Sin tomar en cuenta los cheques protestados y compañías relacionadas

- El capital social se mantuvo sin variación durante los años 2016-2018, en un monto de USD 2,71 millones, el mismo que financió el activo en 5,32% en diciembre de 2016 y un 4,41% a diciembre de 2018, sin embargo, para este último año se registró la suma de USD 1,04 millones por concepto de aumento de capital en trámite, lo que se concretó para el año 2019, pues para diciembre de 2019 el capital social ascendió a USD 3,75 millones, el mismo que financió el 5,44% de los activos, demostrando el compromiso de los accionistas sobre la operación.
- Los indicadores de liquidez (razón corriente) que presentó ALMACENES BOYACÁ S.A., a lo largo del periodo analizado se ubicaron por encima de la unidad, lo que refleja que la empresa contó con suficientes recursos de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo.
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio demostró una tendencia creciente, pasando de 2,32 veces en 2016 a 3,36 veces para el 2019 y 3,95 veces en mayo de 2020. Por lo mencionado se observa que la compañía financia sus operaciones fundamentalmente con recursos de terceros.
- La declaratoria de emergencia sanitaria en Ecuador, en virtud de la pandemia provocada por el Coronavirus (COVID19), aceleró el deterioro de la situación económica del país y de sus habitantes, acentuándose la recesión económica hacia una contracción. La forzada paralización de muchos agentes económicos determinó una ruptura de la cadena de pagos y una reducción del empleo. Esto, sumado a otros factores, causó que muchos microempresarios, pequeños negocios, emprendedores, comerciantes y personas naturales vean sus ingresos y flujos afectados, por lo cual ya no están en capacidad de continuar cumpliendo sus obligaciones con los prestamistas en los plazos y términos pactados, demandando de reestructuraciones y diferimientos en algunos casos, mientras que en otros han caído en suspensiones de pagos. En Ecuador, a partir del mes de marzo de 2020, la cartera vencida de las instituciones bancarias, mutualistas, cooperativas, fundaciones y otros, muestra una tendencia al alza a pesar de las facilidades otorgadas por muchas de estas instituciones y organizaciones para brindar facilidades de pagos y distintos plazos a sus clientes. Este problema de cartera vencida tiene perspectivas negativas y de una mayor siniestralidad, demandando mayores provisiones para potenciales pérdidas y nuevos requerimientos de liquidez para mantener las actividades, ante una reducción de la recuperación de recursos. La compañía deberá estar atenta al tratamiento que da a su cartera y el estado de sus clientes, frente a este escenario.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 19 de junio de 2017, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de Almacenes Boyacá S.A., la misma que resolvió autorizar la Quinta Emisión de Obligaciones, por la suma de USD 4,00 millones.
- Posteriormente con fecha 06 de julio de 2017, Almacenes Boyacá S.A. como emisor, conjuntamente con PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A. como agente estructurador y colocador y Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como representante de los obligacionistas, suscribieron el contrato de la Quinta Emisión de Obligaciones– ALMACENES BOYACÁ S.A.
- Con fecha 11 de septiembre de 2017, PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A. (Agente Colocador) inició la colocación de los valores de la presente Emisión de Obligaciones entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 26 de diciembre del mismo año, logró colocar el 100% de la emisión.
- Hasta el 31 de mayo de 2020, el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones alcanzó la suma de USD 1,50 millones, esto después de haber cancelado el décimo dividendo de capital e intereses de la clase A
- La Quinta Emisión de Obligaciones – ALMACENES BOYACÁ S.A. se encuentra respaldado por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

- ✓ Mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la normativa legal y reglamentaria del mercado de valores, vigente y aplicable sobre esta materia.
 - ✓ Al 31 de mayo 2020, la empresa cumplió con los resguardos detallados.
- Adicional, como límite de endeudamiento, el emisor se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales, no mayor a 0,80, en todo momento mientras esté vigente la emisión.
 - ✓ Al 31 de mayo 2020, la empresa cumplió con lo indicado anteriormente.
- Con fecha 31 de mayo de 2020, presentó un monto Total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 51,98 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 41,58 millones. Dicho valor genera una cobertura de 27,72 veces sobre el monto de capital, determinando de esta manera que la Quinta Emisión de Obligaciones– ALMACENES BOYACÁ S.A., objeto de la presente calificación, se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Sin embargo, de acuerdo al periodo transcurrido, se observa que los resultados se alejan de dichas proyecciones.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo.
- Una desaceleración de la economía, podría afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes la compañía les otorga crédito directo.
- Surgimiento de nuevos competidores en el mercado local, y consecuentemente reducción del mercado objetivo.
- Generación de restricciones y cargos impositivos a las importaciones por parte del Gobierno ecuatoriano, en especial a productos que importa la compañía.
- Disminución de la actividad del sector de la construcción y ferretero.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- Demoras en la desaduanización de los productos importados podría generar a su vez retrasos en la entrega de productos a los clientes.
- Catástrofes naturales o eventos de conmoción nacional podrían afectar de manera directa al normal desenvolvimiento de la compañía.
- Factores externos, políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda de los productos ofertados por la compañía y se vean disminuidos sus ingresos.
- Cambios en las tendencias de consumo de los productos que oferta la compañía podrían disminuir sus resultados, no obstante, ALMACENES BOYACÁ S.A. siempre innova su inventario para sobresalir sobre el resto de su competencia.
- La implementación de nuevas políticas gubernamentales restrictivas, ya sean fiscales, tributarias (mayores impuestos, mayores aranceles, nuevos impuestos), u otras, representan un riesgo que genera incertidumbre en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- La pandemia que sufre el planeta por el COVID-19, incluyendo a Ecuador, está deteniendo la actividad comercial internacional y local. Esta situación generó que el país adopte medidas que han detenido la operación de varias empresas, generando una detención de sus ventas e ingresos, en muchos casos, por lo que los efectos económicos de esta actual situación no se pueden pronosticar y generan incertidumbre.
- El precio del barril de petróleo que comercializa nuestro país ha caído significativamente en los mercados internacionales en estas últimas semanas, afectando significativamente los ingresos del Ecuador por este

rubro. Así mismo, han caído los ingresos del país por una reducción de exportaciones de algunos de sus principales productos no petroleros, tanto por precios como por volúmenes. La pandemia mundial ha determinado que varios países reduzcan sus pedidos de muchos productos ecuatorianos.

Según lo establecido en el literal i, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

En primera instancia resulta importante señalar que los activos que respaldan la Quinta Emisión de Obligaciones – ALMACENES BOYACÁ S.A. son los activos libres de gravámenes consistentes en cuentas por cobrar clientes netos e inventarios, por lo que los riesgos ligados a estos activos podrían ser:

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración.
- Los inventarios de la empresa que respaldan la emisión podrían estar sujetos a riesgos relacionados con el mal uso, o eventos ajenos y fuera de control de la compañía, como es el caso de incendios, atentados, robo, u otros similares. No obstante, para mitigar estos eventos, la compañía cuenta con pólizas de seguros debidamente contratadas.
- Los inventarios de la compañía podrían verse afectados por un desabastecimiento de los proveedores, por lo que su producción se vería afectada.
- Afectaciones de tipo natural como es el caso de inundaciones, temblores, entre otros, podrían ocasionar un alto grado de afectación sobre los inventarios.
- Otro riesgo que podría afectar a los inventarios es la obsolescencia o el cambio en la tendencia de consumo de sus clientes el transcurso del tiempo, lo que afectaría la calidad del activo y por ende la operación de la compañía.
- Finalmente, los activos que respaldan la presente emisión tienen un grado bajo para ser liquidados, por lo que su liquidación dependerá fundamentalmente del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar, mientras que el Inventario tendría un bajo grado de liquidación y depende de que la empresa esté normalmente operando, de que tenga una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición, por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación.

Según lo establecido en el literal h, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

La empresa registra dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a relacionadas a mayo de 2020 alcanzaron USD 1,72 millones, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas relacionadas responde más a la relación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.

- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas relacionadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Quinta Emisión de Obligaciones – ALMACENES BOYACÁ S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de la Quinta Emisión de Obligaciones – ALMACENES BOYACÁ S.A.
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de Almacenes Boyacá S.A., del 19 de junio de 2017.
- Contrato de Representación de Obligacionistas.
- Estados de Situación Financiera auditados bajo NIIF de los años 2016, 2017, 2018 y 2019 de Almacenes Boyacá S.A., y Estados de Situación Financiera internos no auditados al 31 de mayo de 2019 y 31 de mayo de 2020.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Prospecto de Oferta Pública.
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

Con base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables
- Consideraciones de riesgos previsible de la calidad de activos que respalda la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debida realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de ALMACENES BOYACÁ S.A., para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 19 de junio de 2017, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de Almacenes Boyacá S.A., la misma que estuvo conformada por el 100% de sus accionistas. En esta reunión se resolvió autorizar la Quinta Emisión de Obligaciones– ALMACENES BOYACÁ S.A., por la suma de USD 4,00 millones.

Posteriormente con fecha 06 de julio de 2017, Almacenes Boyacá S.A. como emisor, conjuntamente con PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A. como agente estructurador y colocador y Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como representante de los obligacionistas, suscribieron el contrato de la Quinta de Emisión de Obligaciones– ALMACENES BOYACÁ S.A.

De acuerdo al citado contrato, las principales características y condiciones de la emisión, se muestran a continuación:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A CORTO PLAZO

QUINTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES– ALMACENES BOYACÁ S.A.				
Emisor	ALMACENES BOYACÁ S.A.			
Capital a Emitir	USD 4'000.000,00			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.			
Clase, monto, plazo y tasa de interés	Clase	Monto USD	Plazo	Tasa
	Clase A	4'000.000	1.440 días	8,00% Fija Anual
Base de cálculo	Base comercial de 30/360 días por año.			
Pago Intereses	Cada trimestre vencido sobre saldo de capital existente.			
Amortización Capital	El pago del total del capital de las obligaciones se realizará trimestralmente en partes iguales.			
Títulos de las obligaciones	Valores desmaterializados. Se emitirán valores de valor nominal unitario de USD 1000,00, o múltiplos.			
Rescates Anticipados y sistema de conversión	Los valores correspondientes a ésta emisión de obligaciones no será rescatables anticipadamente y no serán convertibles en acciones.			
Underwriting	No contempla contrato de Underwriting.			
Tipo de Oferta	Pública.			
Agente Estructurador y Colocador	PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 Ley de Mercado de Valores.			
Destino de los recursos	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados a sustitución de pasivos con instituciones financieras que tengan mayor costo financiero y/o menor plazo que la emisión de obligaciones y para capital de trabajo consistente en pago a proveedores por compras de inventario para abastecimiento y posterior venta.			
Fecha de Emisión	Fecha de la primera colocación.			
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico PANDZIC & Asociados S.A.			
Sistema de Colocación	Bursátil.			
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <p>Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y ❖ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. <p>❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</p> <p>Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.</p>			

Límite de Endeudamiento

Como límite de endeudamiento, el emisor se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales, no mayor a 0,80, en todo momento mientras esté vigente la emisión

Fuente: Contrato de Emisión de Obligaciones / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el esquema bajo el cual se realiza la amortización de capital y pago de intereses a los obligacionistas:

CUADROS 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD) ²

Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
11-sep-17				4.000.000
11-dic-17	250.000	44.120	294.120	3.750.000
11-mar-18	250.000	75.000	325.000	3.500.000
11-jun-18	250.000	70.000	320.000	3.250.000
11-sep-18	250.000	65.000	315.000	3.000.000
11-dic-18	250.000	60.000	310.000	2.750.000
11-mar-19	250.000	55.000	305.000	2.500.000
11-jun-19	250.000	50.000	300.000	2.250.000
11-sep-19	250.000	45.000	295.000	2.000.000
11-dic-19	250.000	40.000	290.000	1.750.000
11-mar-20	250.000	35.000	285.000	1.500.000
11-jun-20	250.000	30.000	280.000	1.250.000
11-sep-20	250.000	25.000	275.000	1.000.000
11-dic-20	250.000	20.000	270.000	750.000
11-mar-21	250.000	15.000	265.000	500.000
11-jun-21	250.000	10.000	260.000	250.000
11-sep-21	250.000	5.000	255.000	-
	4.000.000	644.120	4.644.120	

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de mayo de 2020)

Con fecha 30 de agosto de 2017, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 4,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.2017.00003798, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 01 de septiembre de 2017, determinando además un plazo de vigencia de la oferta pública hasta el 30 de mayo de 2018.

Colocación de los Valores

Con fecha 11 de septiembre de 2017, PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A. (Agente Colocador) inició la colocación de los valores de la presente Emisión de Obligaciones entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 26 de diciembre del mismo año, logró colocar el 100% de la emisión.

Saldo de Capital

Hasta el 31 de mayo de 2020, el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones alcanzó la suma de USD 1,50 millones, esto después de haber cancelado el décimo dividendo de capital e intereses de la clase A.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

² Corresponde al valor nominal colocado.

- ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - c. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - d. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - ❖ Al 31 de mayo de 2020 la compañía cumplió con lo mencionado anteriormente.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Límite de Endeudamiento

El emisor se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales, no mayor a 0,80, en todo momento mientras esté vigente la emisión.

- ❖ Al 31 de mayo de 2020, la compañía cumplió con todos los resguardos antes mencionados. En el siguiente cuadro se puede apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 3: PARÁMETROS CUANTIFICABLES

Indicador	Límite establecido	Semestre	may-20	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez	Mayor o igual a 1	1,89 veces	-	Sí
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a uno 1	-	1,09 veces	Sí
Límite de endeudamiento			may-20	
Pasivos con Instituciones Financieras / Total Activos	No Mayor a 0,80	-	0,45 veces	Sí

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A. / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el cálculo particularizado del indicador promedio de liquidez. En vista de que la emisión fue aprobada en el mes de agosto de 2017, los periodos semestrales a considerar son agosto-enero y febrero-julio, según corresponda a la fecha de corte de la información financiera.

CUADRO 4: ÍNDICE PROMEDIO DE LIQUIDEZ (USD)

Rubro	ago-19	sep-19	oct-19	nov-19	dic-19	ene-20	PROMEDIO
Activos corrientes (USD)	49.002.680	49.276.287	49.193.962	52.178.944	49.711.581	51.690.838	
Pasivos corrientes (USD)	24.289.075	25.829.205	25.691.314	25.543.106	28.541.925	30.630.645	
Índice Liquidez (Veces)	2,02	1,91	1,91	2,04	1,74	1,69	1,89

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A. / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Quinta Emisión de Obligaciones – ALMACENES BOYACÁ S.A. está respaldada por una Garantía General otorgada por ALMACENES BOYACÁ S.A. como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que al 31 de mayo de 2020, ALMACENES BOYACÁ S.A alcanzó un total de activos de USD 68,90 millones, de los cuales USD 64,79 millones son activos libres de gravamen, de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 4: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (31 DE MAYO DE 2020)

Activos	Libres (USD)	%
Disponibles	534.996	0,83%
Exigibles	11.696.476	18,05%

Realizables	30.666.123	47,33%
Propiedad Planta y Equipo	10.681.782	16,49%
Otros activos	11.206.377	17,30%
TOTAL	64.785.753	100,00%

Fuente: Almacenes Boyacá S.A / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de mayo de 2020, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias³.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de mayo de 2020, presentó un monto Total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 51,98 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 41,58 millones. Dicho valor genera una cobertura de 27,72 veces sobre el monto de capital, determinando de esta manera que la Quinta Emisión de Obligaciones–ALMACENES BOYACÁ S.A., objeto de la presente calificación, se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (31 DE MAYO DE 2020)

Descripción	USD
Total Activos	68.900.763
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	112.873
(-) Activos Gravados	4.115.009
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ⁴	67.165
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	12.600.000
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan ⁵	-
(-) Derechos Fiduciarios ⁶	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁷	29.097
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	51.976.618
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	41.581.294
Capital Emisión Obligaciones	1.500.000

³ “La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

⁴ Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

⁵ En los que el Emisor haya actuado como Originador.

⁶ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados.

⁷ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	34,65
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	27,72

Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de mayo de 2020, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto emitido en Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,23 veces⁸ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120%”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que los valores que mantiene en circulación representan al 31 de mayo de 2020, el 50,64% del 200% del patrimonio y el 101,28% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 7: CALCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (AL 31 DE MAYO DE 2020)

Descripción	USD
Patrimonio	13.921.515
200% del Patrimonio	27.843.030
Saldo de Capital V Emisión de Obligaciones	1.500.000
Saldo de Capital VI Emisión de Obligaciones	8.600.000
Capital Emisión de III Papel Comercial	4.000.000
Total Emisiones	14.100.000
Valores emitidos / 200% del Patrimonio	50,64%
Valores emitidos / Patrimonio	101,28%

Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)⁹

Rubro	2019	2020	2021	2022
Ventas	42.484.229	45.033.283	47.284.947	49.176.345
Costo de Ventas	22.263.352	23.599.153	24.779.111	25.770.275
Utilidad Bruta	20.220.877	21.434.130	22.505.836	23.406.069
Gastos de Administración y Ventas	15.905.234	16.640.745	17.133.708	17.558.101
Utilidad Operacional	4.315.642	4.793.385	5.372.128	5.847.969
Gastos Financieros	3.149.992	3.073.498	2.803.090	2.548.447
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	1.165.650	1.719.887	2.569.038	3.299.522
Participación trabajadores	174.848	257.984	385.357	494.930
Impuesto a la Renta	367.421	498.751	685.397	809.861
Utilidad Neta	623.381	963.152	1.498.283	1.994.730

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones consideran un crecimiento de 8% para el 2019 respecto a lo registrado al cierre de 2018, debido al comportamiento variable que han presentado históricamente las ventas de la compañía, sin embargo, para los siguientes años, estas crecerían en un 6,00%, 5,00% y 4,00%.

Por otro lado, los costos de ventas para los periodos proyectados mantendrían una representación sobre las ventas uniforme, mismos que significarían un 52,40%. Lo mencionado conlleva a que la compañía arroje un margen bruto que representaría el 47,60 de los ingresos para todos los periodos proyectados.

⁸ (Total Activos Deducidos –Obligaciones emitidas) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

⁹ Las proyecciones financieras, fueron realizadas para cuatro años, esto debido a que ALMACENES BOYACÁ actualmente mantiene tres emisiones vigentes, y las proyecciones están atadas al tiempo de vigencia de las mismas.

Después de descontar los gastos operacionales, la empresa arrojaría una utilidad operacional con una tendencia creciente para los años proyectados, significando el 10,16% de los ingresos en el 2019 y el 11,89% de los ingresos en el año 2022. Posteriormente, después de descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos, participaciones y los respectivos impuestos, la compañía arrojaría una utilidad neta para todos los periodos, pasando de USD 0,62 millones (1,47% de las ventas) en el año 2019 a USD 1,99 millones (4,06% de las ventas) al cierre del año 2022.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros, que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva, la misma que pasaría de 1,90 veces en el año 2019 a 2,72 veces en el año 2022, denotándose que el emisor gozaría en todos los periodos de una capacidad de pago adecuada de los gastos señalados, en vista de que sus fondos propios superan a los gastos financieros que registraría.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

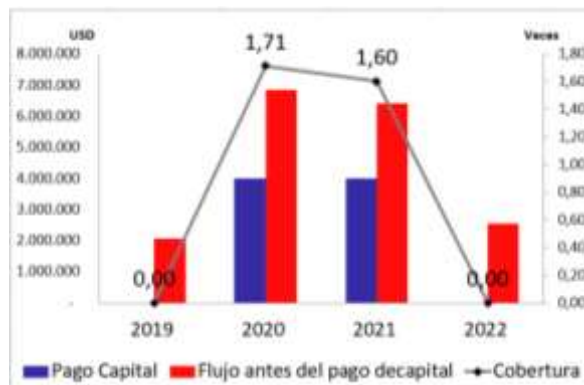
En lo que concierne al flujo de efectivo, se evidencia que este fue elaborado por actividades, encontrando en primera instancia a las operativas, seguido por las de inversión y las de financiamiento, siendo esta última donde se incluyen los ingresos y pagos de las obligaciones con costo adquiridas. Después de lo descrito, la compañía presentaría un saldo final de efectivo positivo para todos los periodos, alcanzando USD 2,55 millones al cierre del año 2022, con un nivel de cobertura aceptable para los períodos proyectados, existiendo una cobertura de 1,71 veces en el año 2020, y 1,60 veces en el año 2021.

CUADRO 9: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
FLUJO DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	107.769	2.438.848	3.389.592	4.089.725
Utilidad neta	623.381	963.152	1.498.283	1.994.730
Depreciación	1.662.012	1.542.929	1.281.001	1.071.286
Variación Cuentas y Doc por cobrar clientes	(726.511)	(80.674)	-	81.443
Variación Otras ctas y doc por cobrar	(46.275)	(30.781)	-	31.074
Variación de Inventarios	(347.726)	(282.981)	(0)	285.676
Variación de Otros activos corrientes	(423.984)	(53.406)	283.053	317.559
Variación de Ctas y Doc por pagar proveedores	(773.073)	228.078	160.953	126.592
Variación de Otras obligaciones corrientes	108.101	118.911	130.802	143.883
Variación de reservas para jubil patronal y deshaucio	31.843	33.621	35.499	37.481
FLUJO DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE INVERSION	1.234.838	(742.975)	(597.561)	(894.082)
Variación en Propiedades, Planta y Equipo	(538.159)	(582.018)	(720.422)	(897.185)
Variación en Otros activos no corrientes	1.772.997	(160.957)	122.861	3.103
FLUJO DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	(1.417.009)	(915.637)	(3.236.777)	(3.048.088)
Variación en financiamiento con IFIs y M. Valores	(5.417.009)	(915.637)	763.223	(3.048.088)
Colocación III PCO	4.000.000	4.000.000	-	-
Pago III PCO	-	(4.000.000)	(4.000.000)	-
FLUJO DE EFECTIVO GENERADO EN EL PERIODO	(74.402)	780.235	(444.746)	147.554
Saldo inicial de efectivo	2.146.114	2.071.712	2.851.947	2.407.201
SALDO FINAL DE EFECTIVO	2.071.712	2.851.947	2.407.201	2.554.755

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA FLUJOS¹⁰ VS. PAGO DE CAPITAL DE LA DEUDA FINANCIERA



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente es importante señalar que la calificadora realizó el estrés al modelo de proyección, evidenciando que ante una disminución en las ventas de 1,30% para todos los años proyectados, el modelo arrojaría como resultado una evidente disminución en el nivel de cobertura sobre los gastos financieros, así como en la cobertura del pago de capital de la emisión por parte de los flujos de efectivo, no obstante, esto no representa una dificultad para honrar las obligaciones mencionadas con anterioridad. Es relevante mencionar que las afectaciones realizadas, serían lo máximo que soportaría el modelo para generar flujos de efectivos positivos que cubran el pago del capital de los procesos que la compañía va a emitir.

Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

Para mayo de 2020, se realizó una comparación con el Estado de Resultados proyectado a junio de 2020 esperando un cumplimiento de al menos el 83,33%. En base a lo mencionado se pudo evidenciar que las ventas alcanzaron un cumplimiento del 38,71% y al deducir los costos de ventas la utilidad bruta alcanzó un nivel de cumplimiento del 39,05%. Por otro lado, los gastos operativos registraron un cumplimiento del 58,52% frente a lo estimado, determinando una Utilidad Operacional con un cumplimiento negativo, ya que la empresa registró una pérdida operativa a mayo de 2020; por ende, la empresa no logró cubrir sus gastos financieros, registrando una pérdida neta al final del periodo; por otro lado, se proyectó una utilidad neta positiva a junio de 2020.

CUADRO 10: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO VS. REAL (USD)

Cuenta	Proyectado jun-2020	Real may-2020	Cumplimiento
Ventas	20.214.560	7.825.266	38,71%
Costo de ventas	10.593.199	4.068.423	38,41%
Utilidad Bruta	9.621.362	3.756.843	39,05%
Gastos Administrativos y Ventas	7.548.579	4.417.753	58,52%
Utilidad Operativa	2.072.783	(660.910)	-31,89%
Gastos Financieros	1.379.633	1.207.798	87,54%
Otros Ingresos No Operacionales	-	9.332	-
Utilidad (Pérdida) Antes de participación a trabajadores e Impuestos	693.150	(1.859.376)	-268,25%

Fuentes: Estructuración Financiera, ALMACENES BOYACÁ S.A. / Elaboración: Class International Rating

En cuanto al flujo de efectivo, se debe mencionar que la empresa alcanzó un flujo operativo negativo siendo inferior a las proyecciones realizadas, no obstante, las estrategias de financiamiento y el saldo inicial de efectivo permitieron cubrir este rubro, obteniendo un flujo final positivo pero inferior al proyectado en la estructuración.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con

¹⁰ (*)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de la emisión objeto de análisis en el presente estudio, además de otras obligaciones con costo.

respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía **Sector Real**

El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha rebajado sus previsiones de crecimiento de la economía global a junio de 2020, siendo esta del -4,9% en 2020 y del 5,4% en 2021, mientras que el Banco Mundial prevé una reducción del -5,2% en 2020 y un aumento de 4,2% en 2021. Las proyecciones de base se fundamentan en presunciones críticas sobre las secuelas de la pandemia. Según el FMI, se necesita con urgencia liquidez de respaldo para los países que enfrentan crisis sanitarias y déficits de financiamiento externo; por ejemplo, mediante alivio de la deuda y financiamiento a través de la red mundial de seguridad financiera. Una vez superada la pandemia, las autoridades deberán cooperar para resolver las tensiones comerciales y tecnológicas que hacen peligrar la recuperación final de la crisis de COVID-19.

Para el gigante estadounidense, el FMI calcula un decrecimiento del 8% en 2020 y un crecimiento de 4,8% en 2021. La Unión Europea, mantendría un comportamiento similar al registrado en Estados Unidos (-8% en 2020 y +4,5% en 2021), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues decrecerían apenas en 0,8% en 2020 y crecerían en 7,4% en 2021. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera que en 2020 el decrecimiento sea del 9,4 % y +3,7% en 2021¹¹.

El FMI indica que, en un entorno de gran incertidumbre, se observa una desconexión entre los mercados financieros y la evolución de la economía real, una vulnerabilidad que podría poner en peligro la recuperación si el apetito por el riesgo de los inversionistas se desvanece. Otras vulnerabilidades del sistema financiero podrían materializarse debido a la pandemia de COVID-19. Los elevados niveles de deuda podrían tornarse inmanejables para algunos prestatarios, y las pérdidas provocadas por las insolvencias podrían poner a prueba la resiliencia de los bancos en algunos países.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendrá una caída del Producto Interno Bruto (PIB) de 10,9% en el 2020, debido a la crisis económica en el contexto de la pandemia del covid-19, siendo esta la peor caída de la economía en la región latinoamericana, superada solamente por la contracción de la economía peruana que caería en 13,9%¹². El BCE espera que para el año 2020, la economía ecuatoriana presente un decrecimiento entre el -7,3% y un -9,6%¹³.

La reducción de la previsión del desempeño económico global se debe en parte a la aparición del Coronavirus, el mismo que comenzó en China, el cual representa la sexta parte de la economía mundial y una disminución de actividades en este país tiene consecuencias para todo el mundo, particularmente para un país como Ecuador, que es vulnerable a los cambios de la economía global y dependiente de materias primas.¹⁴

¹¹ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOupdateJune2020>

¹² <https://www.elcomercio.com/actualidad/economia-ecuador-afectada-pandemia-fmi.html>

¹³ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1366-el-covid-19-pasa-factura-a-la-economia-ecuatoriana-decrecera-entre-73-y-96-en-2020>

¹⁴ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

China es uno de los principales importadores de commodities. En dos meses el Índice de Commodities de Bloomberg cayó 13% (el indicador está conformado por materias primas de energía, metales preciosos e industriales y materias primas agrícolas). La reducción de los precios de las materias primas ocasionó que el dólar se aprecie. “Cuando los precios de las materias primas caen, los inversionistas se refugian en otro activo de valor. En este caso el oro o el dólar”, explica el director de Cordes. Con la apreciación del dólar Ecuador pierde su competitividad porque países vecinos, como Colombia o Perú, recurren a la devaluación de sus monedas para abaratar sus exportaciones y encarecer las importaciones.¹⁵

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a mayo 2020 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 11: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB previsión (millones USD 2007) año 2019	107.436	Crecimiento anual PIB (t/t-4) previsión para 2020	0,2%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (mayo 2020)	60,53%	Inflación mensual (mayo 2020)	-0,26%
Balanza Comercial Total (millones USD) abril 2020	602,8 (Superávit)	Inflación anual (mayo 2020)	0,75%
Reservas Internacionales (millones USD 19 de junio 2020)	3.242,93	Inflación acumulada (mayo 2020)	1,01%
Riesgo país (29 mayo 2020) ¹⁶	3.881 puntos	Remesas (millones USD) IS 2019	1.545.82
Precio Barril Petróleo WTI (USD 25 junio de 2020) ¹⁷	38,72	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2019)	4,95%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg -INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del -0,03%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹⁸. En el segundo trimestre de 2019 el PIB creció en 0,4%¹⁹.

El **Riesgo País** se incrementó nuevamente a 3.881 puntos al 29 de mayo de 2020, en parte debido a la caída del precio del crudo por la baja demanda desde China y la falta de capacidad de pago de las obligaciones de Ecuador en caso de no cumplir con las metas comprometidas con el Fondo Monetario Internacional (FMI)²⁰, además de las medidas económicas anunciadas por el Gobierno de turno y la emergencia sanitaria (COVIS-19). De mantenerse el riesgo país en ese nivel, la opción para emitir bonos en los mercados internacionales está cerrada, a lo que se suman mayores costos de financiamiento para el sector privado, y una nula inversión extranjera.²¹

Para abril de 2020, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 5.819,9 millones, siendo ligeramente inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2019 (llegó a USD 7.190,9 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de capital y productos diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Colombia, Estados Unidos, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para abril de 2020 alcanzaron USD 6.422,7 millones, siendo superior frente al mismo periodo de 2019 (USD 7.233,6 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta abril de 2020 arrojaron una suma de USD 4.835,4 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 1.587,3 millones.

Hasta abril de 2020, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 602,8 millones, USD 560,1 millones más que el resultado comercial obtenido en su similar de 2019, periodo que cerró con un superávit de USD 42,7 millones. La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 488,2 millones; mientras que la Balanza Comercial No Petrolera registró USD 114,7 millones²².

¹⁵ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

¹⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/bonos-renegociacion-martinez-finanzas-deuda.html>

¹⁷ <https://www.metroecuador.com.ec/ec/noticias/2019/12/12/ministerio-finanzas-ecuador-dice-riesgo-pais-459-puntos.html>

¹⁸ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

¹⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

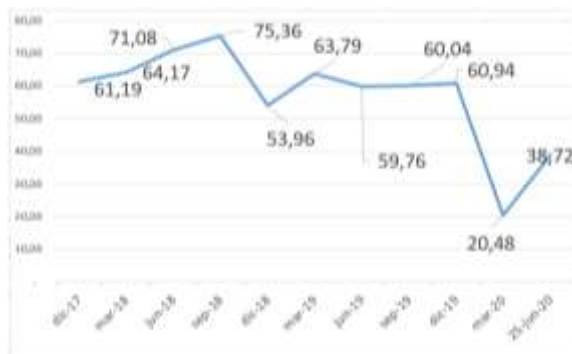
²⁰ <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/02/06/nota/7726077/riesgo-pais-ecuador-precios-petroleo-coronavirus-mercados>

²¹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/bonos-renegociacion-martinez-finanzas-deuda.html>

²² <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2019, pues en diciembre se registró un valor de USD 60,94 por barril, mientras que al 25 de junio de 2020 descendió a USD 38,72. La proforma presupuestaria 2020, estimaba un valor de USD 51,00 para las exportaciones de petróleo²³.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: <https://www.up.com/customers/surcharge/wti/prices/index.htm> / Elaboración: Class International Rating

Ante el brote del coronavirus, China decidió poner a algunas ciudades en cuarentena. Esto redujo el precio del petróleo por una caída en la demanda de combustibles esto por el menor uso de vehículos, la baja de la actividad productiva, la cancelación de vuelos y de viajes marítimos. La disminución del precio del petróleo impacta directamente a Ecuador pues es su principal producto de exportación. En 2019, las exportaciones de petróleo crudo significaron el 35% de todas las exportaciones de Ecuador, según el Banco Central.²⁴

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2019 sumó USD 14.268,53 millones, siendo un 2,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.878,69 millones), mientras que a mayo de 2020 fue de USD 5.561,87 millones. Entre los impuestos con mayor aporte a diciembre de 2019 destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 6.685,00 millones (USD 2.328,37 millones a mayo 2020), el Impuesto a la Renta (IR) con USD 4.769,89 millones (USD 2.129,72 millones en mayo 2020), el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.140,10 millones (USD 416,22 millones en mayo 2020), y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 910,61 millones (USD 302,77 millones en mayo 2020)²⁵.

La **inflación mensual** a mayo de 2020 registró una variación negativa de 0,26%, mientras que la variación **anual y acumulada** fue de 0,75%. Por divisiones de bienes y servicios, 7 agrupaciones presentaron variaciones positivas (Alimentos y bebidas no alcohólicas, restaurantes y hoteles, salud y comunicaciones)²⁶.

En referencia al **salario nominal promedio**, para mayo 2020, se fijó en USD 466,63²⁷; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 400,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en 439,06 a mayo de 2020²⁸. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a mayo de 2020, ésta se ubicó en USD 724,41²⁹, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 746,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 103,07% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a diciembre de 2019, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar; de ésta, el 65,3% se halla económicamente activa. Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 3,80% y el **empleo adecuado / pleno** (nacional) se ubicó en

²³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/negocios/proforma-construye-crudo-51-dolares/>

²⁴ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

²⁵ <http://www.sri.gov.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

²⁶ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

²⁷ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

²⁸ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

²⁹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/Canastas_2020/Mayo-2020/1.%20Informe_Ejecutivo_Canastas_Analiticas_may_2020.pdf

38,8% (44,8% para los hombres y 30,6% para las mujeres). Para diciembre 2019, el ingreso laboral promedio de un hombre con empleo es USD 345,5; mientras que para una mujer con empleo es de USD 292,7³⁰.

A diciembre 2019, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,0% y la pobreza extrema en 8,9%. En el área urbana la pobreza llegó al 17,2% y la pobreza extrema a 4,3%. Finalmente, en el área rural la pobreza alcanzó el 41,8% y la pobreza extrema el 18,7%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³¹, se ubicó en 0,473 en diciembre de 2019, pero no presenta una variación estadísticamente significativa con respecto a diciembre de 2018 (0,469). Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre de 2019 se ubicó en USD 84,82 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 47,80 mensuales per cápita³².

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 5,98% para junio de 2020, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,10%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,22%³³. Por su parte el saldo de la **liquidez total** a abril de 2020 alcanzó la suma de USD 58.415,4 millones, el de la oferta monetaria de USD 25.715,6 millones; y, el de las especies monetarias en circulación de USD 26.666,8 millones³⁴.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el cuarto trimestre de 2019, los bancos y las mutualistas fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos de Consumo y más restrictivos para los créditos de Vivienda. Para los segmentos: Productivo y Microcrédito el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas de ahorro y crédito, entre octubre y diciembre de 2019, fueron menos restrictivas en el otorgamiento de créditos de Consumo y Microcréditos, dado que el saldo entre las cooperativas menos y más restrictivas fue positivo; en cambio, para los créditos Productivos y de Vivienda el saldo fue nulo³⁵.

El ministro de Economía y Finanzas explicó que más del 70% de la cartera de microcrédito fue diferida durante la emergencia sanitaria (COVID-19). El sistema financiero privado registra 1'977.246 operaciones de crédito reprogramadas por alrededor de USD 10.800 millones durante la emergencia sanitaria. Además, indicó que las cooperativas de ahorro y crédito difirieron 840.584 operaciones por USD 6.581 millones. En el sector financiero público se concretaron 117.392 operaciones de diferimientos extraordinarios por USD 516,3 millones, lo que significó un impulso a la reactivación económica³⁶.

El flujo de **remesas** que ingresó al país durante el primer semestre de 2019 totalizó USD 1.545,82 millones, cifra inferior en 0,15% con respecto al segundo semestre de 2018 (USD 1.548,22) y superior en 4,28% al primer semestre de 2018 (USD 1.482,36). El incremento se atribuye al dinamismo, aunque en menor grado, de la economía estadounidense. En el caso de España e Italia, estos países se encuentran reacomodando sus economías. Durante el primer semestre de 2019, el flujo proveniente de Estados Unidos ascendió a USD 898,35 millones (58,11% del total recibido), de España sumó USD 383,38 millones (24,80% del total recibido). La medición del flujo de remesas al primer trimestre de 2019, muestra presencia de migrantes ecuatorianos en países como: México, Chile, Perú, Canadá y Colombia, que aportaron con el 6,26% (USD 96,69 millones) del flujo de remesas recibido en el país. Igualmente, desde Reino Unido, Alemania, Suiza, Francia, y Bélgica, se canalizó el 2,93% (USD 45,23 millones) del monto receptado³⁷.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el cuarto trimestre de 2019 fueron de USD 350 millones; monto inferior en 42,22% al registrado en su similar periodo en el 2018, en donde alcanzó USD 605,5 millones. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: Explotación de minas y canteras, Industria manufacturera, Agricultura, silvicultura, caza y pesca, Electricidad, gas y agua, Servicios prestados a las

³⁰ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2019/Diciembre/201912_Mercado_Laboral.pdf

³¹ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

³² https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2019/Diciembre-2019/201912_PobrezayDesigualdad.pdf

³³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>; <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

³⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/EMensual.jsp>

³⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IVT-2019.pdf>

³⁶ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/creditos-covid19>

³⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201905.pdf>

empresas, entre otros. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de España, Canadá, China, Italia, Estados Unidos, entre otros³⁸.

Para mayo de 2020, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 58.418,30 millones, cifra superior a lo reportado en abril de 2020, cuando fue de USD 57.181,53 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** a mayo de 2020 fue de USD 16.853,38 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de mayo de 2020, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) se encontró en 60,53% del PIB³⁹ superando significativamente el límite del 40% del PIB.⁴⁰

Se debe indicar que para el periodo 2018 – 2021 y hasta alcanzar el límite de endeudamiento establecido en las reglas macro-fiscales definidas en esta ley, no regirá el límite de endeudamiento público del 40% del PIB, según lo determinado en la Disposición Transitoria Décima Séptima de la Ley para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo y Estabilidad y Equilibrio Fiscal⁴¹.

El país recibió, entre marzo y septiembre de 2019, el 45% de los desembolsos prometidos para 2019 por varios organismos multilaterales, entre ellos el FMI, el BID, el Banco Mundial y la CAF. Tras el Acuerdo con el FMI y varios multilaterales, Ecuador deberá recibir en tres años USD 10.200 millones y solo en 2019, USD 4.624 millones. Al momento Ecuador recibió USD 2.113 millones, de los cuales la mayor parte ha sido desembolsada por el Fondo Monetario Internacional (USD 903 millones).⁴²

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido creciente, es así que para diciembre de 2017 registraron la suma de USD 2.451 millones y USD 2.677 millones en 2018, mientras que al 31 de diciembre de 2019 registró USD 3.397,11 millones y USD 3.242,93 al 16 de junio de 2020. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: caja en divisas, Depósitos netos en Bcos. e Inst. financieras del exterior, Inversiones dep. plazo y títulos, oro, DEGs, entre otros.

La **calificación de deuda** al 28 de junio de 2020⁴³ de Standard & Poor's para Ecuador se situó en SD (a falta de pocas perspectivas de recuperación). Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a junio de 2020 bajó de B3 (negativo) a Caa3 (negativo) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. Esta categoría tiene que ver con que las autoridades del Ecuador enfrentan resistencia para adoptar reformas legislativas, mismas que son parte de los acuerdos con el FMI. Así también, el acceso al mercado internacional de capitales permanecerá restringido debido a que el país tiene un cronograma de vencimientos desafiante, que empieza en 2022. Por otro lado, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación en RD, calificación que significa "a falta de pocas perspectivas de recuperación". Lo mencionado anteriormente, indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

Con fecha 30 de marzo de 1965, mediante Escritura Pública otorgada en la Notaría Séptima del Cantón Guayaquil, fue constituida la compañía emisora, bajo la denominación Almacenes Boyacá Cía. Ltda., fue inscrita en el Registro Mercantil el 29 de abril del mismo año. Posteriormente, con fecha 31 de agosto de 1995, se constituyó como sociedad anónima, presentando un plazo de duración de 100 años, contados a partir de la inscripción de la Escritura Pública de constitución.

Almacenes Boyacá S.A. se dedica al comercio en general, pero especialmente al establecimiento de almacenes para la venta al por mayor y menor de toda clase de mercadería nacional y extranjera, ya sean de estado natural,

³⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/Indice.htm>

³⁹ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/10/Presentacion-Boletin-de-Deuda-Publica-agosto-21-10-2019.pdf>

⁴⁰ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/2020/01/Presentacion-Boletin-de-Deuda-Publica-diciembre-2019.pdf>

⁴¹ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/07/Presentacion-Boletin-de-Deuda-Publica-junio-2019-19-07-2019.pdf>

⁴² <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/10/02/nota/7543693/ya-ha-llegado-45-desembolsos>

⁴³ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

semielaborado o elaborado en todas sus partes, piezas y componentes, además de la importación y exportación de mercaderías, agencias y representación.

Según información remitida por la empresa, al 31 de mayo de 2020, Almacenes Boyacá S.A. redujo 3 locales (1 local en Guayaquil y 2 en Quito), debido a los efectos negativos causados por la emergencia sanitaria (COVID-19), la cual afectó en la rentabilidad de la compañía.

Es importante mencionar que la matriz se ubica en la ciudad de Guayaquil, en la Avenida Juan Tanca Marengo, en donde se toman las decisiones y se desarrolla el trabajo administrativo.

CUADRO 12: SUCURSALES ALMACENES BOYACÁ S.A.

Ciudad	No. de Sucursales
Guayaquil	3
Quito	2
Manta	1
Cuenca	1
Machala	1
Loja	1
Total	9

Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

El giro del negocio de ALMACENES BOYACÁ S.A. se fue ampliando al pasar el tiempo, al distinguir la necesidad de sus clientes en otros sectores del mercado, ofreciendo artículos de ferretería, decoración para el hogar, artículos de comunicación y muchos más, además de brindar asesoría a sus clientes al momento de realizar sus compras generando así valor agregado, lo cual les ha permitido entrar a diferentes segmentos del mercado (Distribución Ferretera, Retail de artículos para la construcción y adecuaciones del hogar, Proveedores de compañías de limpieza y Proveedores de proyectos inmobiliarios) siendo sus mayores fuentes de ingresos la Distribución Ferretera y el Retail de artículos para la construcción y adecuaciones del hogar.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de mayo de 2020, ALMACENES BOYACÁ S.A. contó con una suma de USD 3.750.000,00 como capital suscrito, monto que estuvo constituido por 3.750.000 acciones ordinarias con un valor nominal de USD 1,00 cada una.

CUADRO 13: ACCIONISTAS

Nombre	Capital	% Participación
BARCIONA ANTON FERNANDO ALFREDO	1.250.000	33,33%
BARCIONA ANTON JOSEANTONIO WADIH	1.250.000	33,33%
BARCIONA ANTON MARIA AUXILIADORA	1.250.000	33,33%
Total	3.750.000	100,00%

Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

ALMACENES BOYACÁ S.A., se encuentra gobernado por la Junta General de Accionistas, que tiene las funciones de gobierno, dirección y administración. Orgánicamente es administrada por el Presidente, de acuerdo a las facultades y atribuciones señaladas en el Estatuto Social de la compañía.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA EMPRESA



Fuente y Elaboración: Almacenes Boyacá S.A.

La Plana Gerencial de la compañía se encuentra conformada por profesionales de alto nivel y amplia experiencia en sus actividades desarrolladas, factor que les permite promover una adecuada gestión y el crecimiento del negocio.

CUADRO 14: PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Presidente	Fernando A. Barcelona Antón
Gerente General	Mariuxi Barcelona
Gerente Sénior	Judith Antón Iza
Gerente Administrativo Financiero	Jose Antonio Barcelona Antón
Gerente de Compras	Mariuxi Barcelona
Gerente Comercial	Fernando A. Barcelona Antón

Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

Empleados

ALMACENES BOYACÁ S.A., al 31 de mayo de 2020, presentó en su nómina un total de 255 empleados (464 empleados a noviembre 2019), distribuidos en las diferentes áreas (gerencia, administración, ventas al por mayor, menor y on-line, y centro de distribución); en donde se observa una disminución en el número de empleados; ocasionada por la pandemia (COVID-19); en donde la empresa acordó la terminación del contrato con varios empleados de diferentes áreas, con el propósito de mejorar los indicadores ante la reducción de ventas durante el periodo de aislamiento.

Es importante destacar que según la información proporcionada por la compañía, los empleados no han conformado Sindicato o Comité de empresa alguno que pudieran afectar sus operaciones normales.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Gobierno Corporativo

ALMACENES BOYACÁ S.A., al 31 de mayo de 2020, no cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo formalmente definidas, no obstante, cuenta con una estructura organizada que le permite comunicar e integrar la dirección de la empresa.

Empresas Vinculadas

CUADRO 15: EMPRESAS VINCULADAS POR GESTIÓN Y PROPIEDAD

NOMBRE	TIPO DE VINCULACIÓN	EMPRESA VINCULADA
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	STALLAERT S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	CAPITALNEGOCIOS S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD	PREDIAL CAPITAN NAJERA S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD	INMOBILIARIA PRAGA IMPRAGA S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD	DOSTOL S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD	RIDLEYCORP S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD	DOURDAN S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD	CONMISTION S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD	ZUBASAMTEX S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD	PROMUSVENTO S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD	CONSTRUWAY S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD	FAYSALO S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD / ADMINISTRACIÓN	EXICAR S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD / ADMINISTRACIÓN	LISTONSA S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD / ADMINISTRACIÓN	MATTERSCORP S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD / ADMINISTRACIÓN	FERBARCAN HOLDING S.A.
FERNANDO ALFREDO BARCIONA ANTON	PROPIEDAD / ADMINISTRACIÓN	CENTRO ECUATORIANO PARA EL DESARROLLO DEL ALTO POTENCIAL -CEDAP S.A.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	ADMINISTRACIÓN	ELECTROCABLES C.A.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	ADMINISTRACIÓN	INMOBILIARIA PRAGA IMPRAGA S.A.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	ADMINISTRACIÓN	O.V. HOTELERA MACHALA S.A.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	ADMINISTRACIÓN	CLINICA SAN LUIS DE FRANCIA CA CLISANLUFRA NCA
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	ADMINISTRACIÓN	DOSTOL S.A.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	ADMINISTRACIÓN	LISTONSA S.A.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	ADMINISTRACIÓN	ROGELMY S.A.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	ADMINISTRACIÓN	NIBASOLSA S.A.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	PROPIEDAD	ERFATSY S.A.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	PROPIEDAD	KUSENTOV S.A.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	PROPIEDAD	EMAPSA EMPRESA AGUA POTABLE SALINAS C.E.M.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	PROPIEDAD	KOBREC CORPORACION ECUATORIANA DEL COBRE S.A.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	PROPIEDAD	NIBASOLSA S.A.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	PROPIEDAD	INTERNACIONAL FARMACEUTICA (INTERFARMA) CIA LTDA
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	PROPIEDAD	PEBREGANEC S.A.
JOSE ANTONIO BARCIONA CHEDRAUI	PROPIEDAD / ADMINISTRACIÓN	PHARMACAPS DEL ECUADOR PHARMACAPS S.A.
JOSE ANTONIO WADIH BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	PREDIAL CAPITAN NAJERA S.A.
JOSE ANTONIO WADIH BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	COMPANIA DE IMPORTACIONES Y FABRICACIONES ECUATORIANAS CIFE C LTDA
JOSE ANTONIO WADIH BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	EXICAR S.A.
JOSE ANTONIO WADIH BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	STALLAERT S.A.
JOSE ANTONIO WADIH BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	DOSTOL S.A.
JOSE ANTONIO WADIH BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	DOURDAN S.A.
JOSE ANTONIO WADIH BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	PHARMACAPS DEL ECUADOR PHARMACAPS S.A.
JOSE ANTONIO WADIH BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	KUSENTOV S.A.
JOSE ANTONIO WADIH BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	DIVILECSA S.A.
JOSE ANTONIO WADIH BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	CORPORACIÓN SICORPMATTRESS S.A.
JOSE ANTONIO WADIH BARCIONA ANTON	PROPIEDAD	BUFETI S.A.
JOSE ANTONIO WADIH BARCIONA ANTON	PROPIEDAD	ASIA DE CUBA ECUADOR S.A. ECUABASIA
JOSE ANTONIO WADIH BARCIONA ANTON	PROPIEDAD / ADMINISTRACIÓN	JABARAN HOLDING S.A.
MARIA AUXILIADORA BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	DECADRO S.A.
MARIA AUXILIADORA BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	NIBASOLSA S.A.
MARIA AUXILIADORA BARCIONA ANTON	ADMINISTRACIÓN	ROGELMY S.A.
MARIA AUXILIADORA BARCIONA ANTON	PROPIEDAD / ADMINISTRACIÓN	MAPE S.A. MAPESA
MARIA AUXILIADORA BARCIONA ANTON	PROPIEDAD / ADMINISTRACIÓN	NADIJI S.A. NADIJISA
MARIA AUXILIADORA BARCIONA ANTON	PROPIEDAD / ADMINISTRACIÓN	MABADEFU HOLDING S.A.
MARIA AUXILIADORA BARCIONA ANTON	PROPIEDAD / ADMINISTRACIÓN	TENOUS S.A.

Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

En cuanto a su portafolio de clientes, de acuerdo a información remitida, la compañía cuenta con un gran número de clientes evitando de esta manera el riesgo de concentración. Entre sus principales clientes se encuentran Construdiplo S.A., Constructora Mielles y Valentina Fuentes, el resto de clientes mantienen una representación

marginal igual o menor a 0,5% de las cuentas por cobrar comerciales.

En cuanto a las políticas de crédito que maneja la compañía, establece que los clientes minoristas no tienen ningún tipo de crédito, salvo por el que puedan obtener de sus tarjetas de crédito. Mientras los clientes del canal mayorista o ferretería se les otorgan crédito de 30, 60, 90 y en ocasiones hasta 120 días; los clientes de proyectos pueden optar por créditos de 30 y 60 días, en ocasiones hasta 90 y 120 y los clientes de maquinarias de limpieza por créditos de 30 días y en ocasiones hasta 60 días. Estos créditos no incluyen el cobro de intereses a ningún cliente. La concesión de créditos se basa en un modelo interno de Scoring que incluye parámetros cualitativos y cuantitativos los cuales luego de un proceso de análisis y confirmación de datos determinan si el cliente es o no sujeto de crédito.

Al 31 de mayo de 2020, las cuentas por cobrar clientes totalizaron USD 8,09 millones⁴⁴, las cuales estuvieron conformadas principalmente por la cartera por vencer con un 91,66% y apenas el 8,34% representó la cartera vencida. Resultados que evidencia una cartera sana, no obstante, debería continuar con sus gestiones de cobranza, a fin evitar un deterioro de la cartera y minimizar el riesgo de incobrabilidad.

GRÁFICO 5: CARTERA A L 31 DE MAYO DE 2020



Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proveedores

El direccionamiento de las ventas de ALMACENES BOYACÁ S.A. es diversificado por tratarse de variados segmentos y líneas de negocio, en este sentido es importante destacar que aproximadamente el 70% sus compras corresponden a proveedores del exterior mayoritariamente de Asia los mismos que generalmente no otorgan créditos. Por su parte el 30% restante corresponde a proveedores locales, los cuales en promedio otorgan créditos entre 30 y 60 días.

Al 31 de mayo de 2020, se debe indicar que la compañía cuenta con varios proveedores, lo cual evita la concentración y dependencia de un solo, sus principales proveedores fueron Electrocables C.A., MABE Ecuador y TEKA ECUADOR S.A., entre los más importantes.

Política de Financiamiento

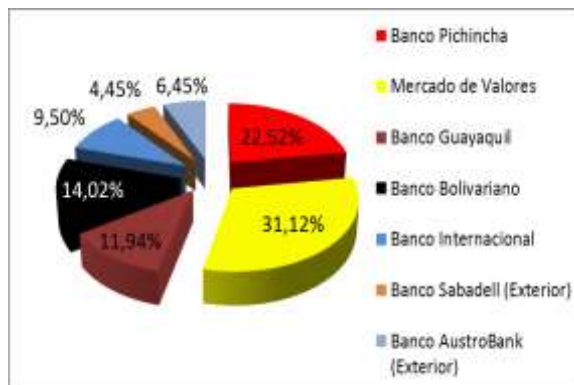
En cuanto al financiamiento de sus actividades, se pudo evidenciar que la compañía lo hace principalmente con recursos de terceros, es así que, a mayo de 2020 el pasivo financió el 79,79% de los activos, mientras que el patrimonio lo hizo en 20,21%.

ALMACENES BOYACÁ S.A., ha mantenido diversificadas sus fuentes de financiamiento, dado que los recursos han provenido de entidades financieras locales y del exterior y Mercado de Valores. Al 31 de mayo de 2020, la

⁴⁴ Sin tomar en cuenta los cheques protestados y compañías relacionadas

deuda financiera totalizó USD 44,98 millones financiando el activo en 65,29% de los activos totales, siendo las obligaciones en el mercado de valores las más representativas, seguidas por la deuda con el Banco del Pichincha.

GRÁFICO 6: COMPOSICIÓN DEUDA FINANCIERA AL 31 DE MAYO DE 2020



Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

Responsabilidad Social

ALMACENES BOYACÁ S.A., no mantiene programas de responsabilidad social, sin embargo, realiza acciones que promueven el reciclaje, mediante evacuación de materiales reciclados con gestores autorizados, en cumplimiento al registro ambiental.

Con relación al aspecto social, la empresa promueve la igualdad de oportunidades y erradicación de la discriminación entre los trabajadores y otros grupos e interés a través de un programa de participación mediante concursos de merecimientos para los diferentes cargos. La compañía además cumple con la normativa local en cuanto a la erradicación del trabajo infantil y el trabajo forzoso, donde por política no se contrata a menores de edad para ningún cargo.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa

ALMACENES BOYACÁ S.A., es una compañía sujeta a normas civiles, mercantiles, tributarias, laborales, seguridad social, propiedad industrial, de defensa del consumidor y sistema nacional de contratación pública, regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, Servicio de Rentas Internas, Ministerio del Trabajo, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Normas Municipales, Defensoría del Pueblo, Cuerpo de Bomberos, Servicio Nacional de Aduana del Ecuador, entre otras.

Riesgo Legal

Conforme a la información de la página de la función judicial ALMACENES BOYACÁ S.A., al 31 de mayo de 2020, no mantiene procesos judiciales en su contra. No obstante, mantiene varios procesos como demandante, relacionados con el incumplimiento de pagos por parte de algunos clientes, sin embargo, no se consideran como eventos de riesgo.

Liquidez de los títulos

Con fecha 11 de septiembre de 2017, PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A. (Agente Colocador) inició la colocación de los valores de la presente Emisión de Obligaciones entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 26 de diciembre del mismo año, logró colocar el 100% de la emisión.

ALMACENES BOYACÁ S.A., es un participante activo dentro del Mercado de Valores, tal como se muestra a continuación:

CUADRO 16: EMISIONES A MAYO DE 2020

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Estado
Emisión de Obligaciones	2010	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-10-5441	6.000.000,00	Cancelada
Emisión de Obligaciones	2012	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-12-5038	9.000.000,00	Cancelada
Papel Comercial	2014	SCV-INMV-DNAR-14-29036	4.000.000,00	Cancelada
Emisión de Obligaciones	2014	SCV-INMV-DNAR-14-29077	8.000.000,00	Cancelada
V Emisión de Obligaciones	2017	SCVS-INMV-DNAR-2017-00003798	4.000.000,00	Vigente
II Papel Comercial	2017	SCVS-INMV-2017-00003841	4.000.000,00	Cancelada
VI Emisión de Obligaciones	2018	SCVS-INMV-DNAR-2018-00008116	10.000.000,00	Vigente
III Papel Comercial	2019	SCVS-INMV-DNAR-2019-0000414	4.000.0000,00	Vigente

Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes.

Según lo mencionado por la Bolsa de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el periodo diciembre 2019 - mayo 2020 para la Emisión de Obligaciones; por lo que no se puede calcular dicho indicador al corte mencionado.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Eventos Importantes

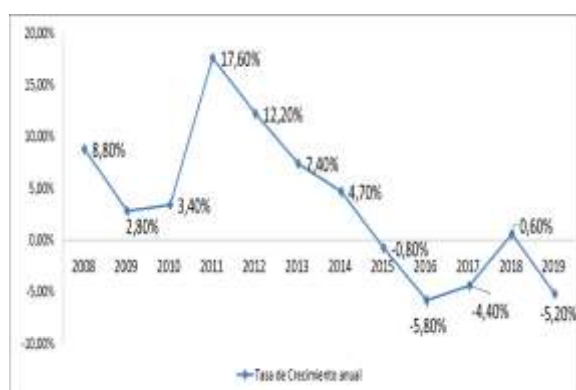
- La Asamblea de Obligacionistas de la QUINTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES de la compañía ALMACENES BOYACA S.A. celebrada el 08 de junio de 2020 aprobó la siguiente propuesta de la compañía emisora:
 - Diferir el pago del cupón que vence el 11 de junio de 2020, pagando puntualmente los intereses devengados de dicho cupón y el capital se pagare en dos cuotas iguales en las fechas siguientes:
 - 11 de junio de 2021
 - 11 de septiembre de 2021
 - Durante el plazo de diferimiento se reconocerá el interés del 8% anual.
- De acuerdo a lo indicado en el oficio circular No. SCVS-INMV-2020-00020474-OC de abril 27 del 2020, emitido por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la compañía da cumplimiento al informar a la institución del hecho relevante del III Programa de Papel Comercial de la compañía ALMACENES BOYACA S.A., referente a la Asamblea de Obligacionistas que se llevó a cabo el lunes 06 de julio de 2020. En ella se acordó reprogramar el pago de los vencimientos entre el 06 de julio del 2020 y el 20 de julio del 2020 de la siguiente manera:
 - 50% del valor de capital a la fecha original de vencimiento
 - 50% del valor de capital a 120 días plazo, contados a partir de la fecha de vencimiento del papel, que se pagará mediante una transacción de compraventa de papel comercial sin flujo dentro del mismo programa, reconociendo un rendimiento anual del 8% anual, el mismo que se reflejará en el precio de adquisición del papel.

Situación del Sector⁴⁵

La actividad de comercialización de insumos para la construcción a la que se dedica ALMACENES BOYACÁ S.A., se encuentra relacionada directamente con la industria de la construcción.

La industria de la construcción es de suma importancia para el crecimiento de la economía, por su aporte tanto en la cantidad de empresas dedicadas a actividades directas y relacionadas, así como por el efecto multiplicador generado por la mano de obra empleada, ya que se considera a esta industria como el mayor empleador del mundo.⁴⁶ Según el Foro Económico Mundial, el sector constructor representa el núcleo de la globalización económica y este significa aproximadamente el 6% del PIB mundial. A pesar de que este sector representa una de las principales ramas productivas de la economía del país, durante los últimos 3 años esta industria se ha visto afectada por la crisis económica que Ecuador ha atravesado.

GRÁFICO 7: CRECIMIENTO ANUAL DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN



Fuente: BCE / Elaboración: Class International Rating.

Lo antes mencionado, se ve reflejado en el número de proyectos paralizados en el país. En el periodo 2015-2016 existieron 133 proyectos abortados mientras que en el siguiente periodo (2016-2017), fueron 101 proyectos paralizados⁴⁷. Si bien durante 2015 existió una desaceleración en el crecimiento anual del sector de la construcción, es a partir del 2016 cuando la industria empezó a mostrar un decrecimiento. No obstante, para 2017 se revierte la situación, pues si bien continúa existiendo tasas de crecimiento negativas, estas muestran una recuperación.

El Valor Agregado Bruto de la actividad de la construcción para el cuarto trimestre del año 2019 (t/t-1), registró un decrecimiento de 1,8% y una tasa de variación de -3,3% con respecto al cuarto trimestre de 2018. En términos anuales, se presentó una variación de esta actividad de -5,2%.⁴⁸ Este decrecimiento fue producto de la reducción de créditos otorgados en el segmento inmobiliario por el sector financiero privado (incluye Biess), al igual que el número de operaciones concebidas por las instituciones del Sector Financiero Privado y de la Economía Popular y Solidaria⁴⁹, además de la huelga del mes de octubre de 2019 que generó problemas económicos a todos los sectores.

No obstante, durante los primeros meses del año 2020, el país sufre una pandemia sanitaria la cual afectó varios sectores productivos, en especial el sector de la construcción, el cual sufrió una gran caída durante los meses de confinamiento, y según expertos, su situación no es alentadora.⁵⁰

⁴⁵ <http://www.revistalideres.ec/lideres/sector-construccion-ecuador-economia.html>

⁴⁶ <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/wp-content/descargas/Infoeconomia/info10.pdf>

⁴⁷ Información tomada de <https://www.revistalideres.ec/uploads/files/2017/12/04/Oportunidades%20del%20sector%20de%20la%20construccion%20ecuatoriano%20-%20Ponencia%20de%20Silverio%20Duran%20en%20el%20Foro%20Empresarial%20de%20Revista%20Lideres.pdf>

⁴⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

⁴⁹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1339-la-econom%C3%ADa-ecuatoriana-decreci%C3%B3-01-en-el-cuarto-trimestre-de-2019>

⁵⁰ <http://www.camicon.ec/la-camara-analisis-del-estado-actual-del-sector-de-la-construccion/>

Por otro lado, para mayo de 2020, el Índice de Confianza Empresarial (ICE)⁵¹ Global registró 1.400,2 puntos, lo que representó un aumento de 20,2 puntos (1,5%) en relación al mes anterior, variación que se explica por el desempeño positivo de los ICE dentro de los sectores económicos analizados: industria, comercio, construcción y servicios. Cabe mencionar que en abril, la mayoría de las actividades productivas en todo el territorio nacional permanecieron paralizadas, debido a la emergencia sanitaria por la pandemia COVID-19; sin embargo, a partir de mayo, por la aplicación de medidas menos restrictivas, las empresas comenzaron a reactivar paulatinamente sus operaciones; no obstante, los niveles de uso de la capacidad operativa instalada fueron inferiores a los que tenían las empresas antes de la pandemia. En mayo de 2020, el ICE del sector de la construcción se incrementó en 0.2%, es decir, 0.9 puntos más que lo registrado en el mes de abril de 2020, situándose en 508.8 puntos.⁵²

En cuanto a las barreras de entrada de esta industria, es importante anotar que la dimensión que presenten las empresas podrá constituir una ventaja o una desventaja el momento de competir. La posibilidad de implementar economías de escala en el negocio es un factor de importancia dentro de la industria, el manejo de altos volúmenes de mercadería comercializada les permite manejar márgenes de utilidad y estructuras de costos, en los cuales los competidores pequeños no se presentarían cómodos. Adicionalmente, la experiencia que puedan adquirir las empresas les otorga una ventaja el momento de establecer estrategias de comercialización, así como de enfrentar las normativas que se impongan por parte del gobierno para el control de volúmenes de importación. De igual manera, la experiencia en el negocio permite a una empresa mantener relaciones más efectivas con sus proveedores, que mejoran sus condiciones y resultados en la negociación.

En los puntos citados ALMACENES BOYACÁ S.A. se ve fortalecido. Como barreras de salida, a diferencia del sector industrial en donde el desmontaje de la infraestructura y equipamiento resulta más complicado, se advierte posibilidades menos complejas para procesos de desinversión.

Expectativas

Con la finalidad de dinamizar el sector de la construcción, el Banco Ecuatoriano del Instituto de Seguridad Social (BIESS) entregará préstamos hipotecarios para viviendas nuevas o usadas con tasas de intereses desde el 5,99%, por el 100% del valor del avalúo, con un plazo máximo de 25 años⁵³. Sin embargo, la disminución en la inversión de obra pública, un nicho importante para el sector de la construcción, es una de las variables que ha impactado en la caída del sector durante el primer semestre de este año. El programa de austeridad implementado por el Gobierno actual implica un menor gasto en consumo del Gobierno, así como una contracción en la inversión pública, lo que podría frenar el crecimiento del sector de la construcción.

Sin embargo, las expectativas para el año 2020 son negativas, producto de la pandemia mundial llamada Coronavirus "COVID-19", la cual generará grandes efectos negativos en la economía del país, según Goldman y Sachs la economía ecuatoriana decrecerá este año en un 5,7%⁵⁴. Además, para el año 2020 se estima una pérdida por USD 700 millones y un 70% de paralización de actividades del sector productivo, como efecto de la emergencia por el coronavirus. El sector de la construcción no está ajeno a la realidad actual del país; no obstante el gobierno aprobó un plan piloto para la reactivación del sector de la construcción, entre ellos se encuentra la construcción de 10 proyectos del sector público, además se aprobaron 19 obras en el sector privado. Se espera calificar a unos 100 proyectos en todo el país. Los constructores presentaron una serie de requisitos entre los que figuran: mecanismos para movilizar a sus empleados, protocolos de supervisión de salud para identificar posible sintomatología de covid-19, dotación de equipos de seguridad y bioseguridad. Para este piloto también se consideró la ubicación de los proyectos y el porcentaje de avance en la obra. Ninguna de las construcciones son obras nuevas son todas aquellas a punto de terminar. Se supervisará el cumplimiento de los protocolos en las obras. Este plan servirá como base para identificar posibles complicaciones y rectificar para poder poco a poco incorporar a más sectores al trabajo.⁵⁵

⁵¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/eoe201907.pdf>

⁵² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/eoe202005.pdf>

⁵³ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/08/20/nota/7479771/biess-entregara-prestamos-hipotecarios-tasas-interes-599>

⁵⁴ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/crisis-coronavirus-economia-ecuatoriala-decreceria-4-6-2020-8179.html>

⁵⁵ <https://www.elcomercio.com/actualidad/proyectos-aprobacion-plan-piloto-construccion.html>

Posición Competitiva de la Empresa

Resulta difícil determinar la principal competencia de ALMACENES BOYACÁ S.A., puesto que hay un sin fin de competidores para cada segmento de negocio, dependiendo a su vez de los productos que cada uno de ellos comprende. Es así que existen compañías que no completan toda su gama de productos, sin embargo compiten en líneas específicas de negocio, como:

- Línea de retail: FERRISARIATO, SUKASA, MARRIOTT Y KYWI.
- Distribución ferretera: Promesa, Gerardo Ortiz y Ferremundo.
- Línea de limpieza e industrias: los competidores son compañías pequeñas y muy dispersas. En este segmento, Almacenes Boyacá S.A. es el único que distribuye varias marcas mientras que la competencia maneja una sola y con una baja penetración.

La principal competencia para la compañía es: Comercial KYWI S.A. con una participación en el mercado de 25,69%, seguido de Productos Metalúrgicos S.A. los cuales mantienen el 8,33% del mercado, FERREMUNDO S.A. con 6,88% y finalmente MEGAPROFER S.A. con una participación de 6,75% del mercado, dejando a ALMACENES BOYACÁ S.A. en un quinto lugar con un 3,57% de participación. Además, existen otros 381 competidores que se reparten el restante 38,62% del mercado.

La amplia gama de productos que la compañía pone a disposición de sus clientes marca un punto diferenciador frente a la competencia, además maneja un rango de precios amplio por lo que logra satisfacer la demanda de diferentes estratos de poder adquisitivo en el país, lo cual ha fortalecido sus ventas y ha mejorado su posicionamiento en el mercado.

El éxito del negocio de ALMACENES BOYACÁ S.A. se distingue principalmente por la atención que brindan sus colaboradores a los clientes en cada uno de sus establecimientos a nivel nacional, así como en la calidad del servicio en la distribución de su mercadería a través de camiones propios.

De igual manera, y por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de ALMACENES BOYACÁ S.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 17: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Administración con amplia experiencia.	Dependencia de productos importados.
Infraestructura necesaria y adecuada para el desarrollo del negocio.	Aplicación de impuestos a la salida de divisas en algunas líneas.
Los Productos que comercializa son de calidad y especialidad	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Sector de la construcción en crecimiento.	Agresividad de la competencia local en ciertas líneas de productos.
Posibilidades de expansión.	Altas barreras de entrada al sector por requerimientos de capital

Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

Los principales riesgos que puedan afectar al flujo previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, etc.

Se debe mencionar además que las actividades de la compañía están ligadas estrechamente a la dependencia comercial con sus proveedores internacionales, siendo este uno de los riesgos a los que se expone la compañía, sin embargo, para mitigar este evento, ALMACENES BOYACÁ S.A. continuamente analiza nuevos proyectos y representaciones de productos, que le permitan continuar con las operaciones normales del negocio. Así mismo, la política de inventarios garantiza la disponibilidad de sus productos ya que su stock de mercadería es controlado eficientemente por su sistema de inventarios y además es vigilado por modernos circuitos cerrados

de cámaras. Si bien, entre los inventarios se pueden filtrar productos en obsolescencia y fuera de moda, el control que la empresa mantiene sobre sus inventarios minimiza estas potenciales situaciones.

En relación a otros riesgos que afectarían directamente las operaciones de la compañía, considerando además a sus activos como un factor imprescindible para que éstas puedan llevarse a cabo, resulta necesario señalar que ALMACENES BOYACÁ S.A. ha asegurado sus muebles y enseres, así como a la mercadería, dinero y valores, equipo electrónico, maquinaria y equipos, documentos y modelos, suscribiendo varias pólizas en la que se cubren riesgos por incendio, robo, rotura de máquina, y otros, cuya vigencia es hasta el febrero de 2021.

Finalmente, en cuanto al manejo de información de la compañía, se debe mencionar que se utiliza un sistema informático conocido como S.C.F.I., el cual le ha permitido integrar su manejo logístico, administrativo, y financiero, lo que le facilita mantener un control sobre todo del movimiento que realiza la compañía en cada una de sus sucursales de forma inmediata, optimizando el manejo de sus recursos e inventarios.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a ALMACENES BOYACÁ S.A., se realizó con base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2016, 2017, 2018 y 2019 junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, cortados al 31 de mayo de 2019 y 31 de mayo 2020.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Hasta el año 2018 las ventas de la compañía mostraron un comportamiento creciente, pasando de USD 33,39 millones en 2016 a USD 39,34 millones a diciembre de 2018, este último presentó un crecimiento de 6,60% respecto a las ventas de 2017, gracias a la mayor variedad de productos que la compañía pone a disposición de sus clientes, conforme las tendencias del mercado y la asesoría que brindan a sus clientes generando valor agregado a su servicio, como parte de sus estrategias comerciales. Para diciembre de 2019 las ventas decaen en un 15,57% frente a lo registrado en su similar de 2018, arrojando una suma de USD 33,21 millones, debido de la coyuntura económica que atraviesa el país.

Para los periodos interanuales las ventas continúan bajando (-45,81%), pues luego de registrar USD 14,44 millones en mayo de 2019 pasaron a USD 7,83 millones en mayo de 2020, debido a la emergencia sanitaria (COVID-19) que vive el país, la cual obligó a la empresa a suspender sus labores desde marzo de 2020 hasta casi finales de mayo del mismo año, afectando de manera importantes las ventas realizadas al por mayor y menor.

Los ingresos que la compañía genera son obtenidos de sus diversas líneas, siendo su principal las ventas por menor al significar el 61,10% del total de sus ingresos, seguida de ventas por mayor con el 36,42%.

GRÁFICO 8: ESTRUCTURA DE INGRESOS A MAYO DE 2020



Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

Por su parte los costos de ventas durante los periodos anuales analizados fueron decreciendo, es así que pasaron de significar el 54,63% de las ventas en 2016 a un 46,77% a diciembre de 2019, lo que determinó una adecuada gestión sobre sus costos.

Por otro lado, en mayo de 2020, los costos de venta significaron el 51,99% de las ventas, con una significancia superior a la registrada en su similar de 2019 (46,81% de las ventas), debido al incremento en los costos de inventario final.

Por lo descrito anteriormente el margen bruto presentó un comportamiento creciente en su representación sobre las ventas, pues significó el 45,37% en 2016 a 53,23% al cierre de 2019 (48,01% de las ventas en mayo de 2020).

Los gastos operacionales, estuvieron compuestos por gastos de administración y gastos de ventas, mismos que mostraron una variación cuanto a su representación sobre las ventas, es así que en 2016 significaron el 37,38%, mientras que en 2019 representaron el 41,93%.

Para mayo de 2020, los gastos administrativos y de venta representaron el 56,45% de las ventas, porcentaje superior a lo registrado en mayo de 2019; no obstante, en términos monetarios, los gastos decrecieron en un 29,78%, en especial por la terminación del contrato de más de 160 empleados en todas las dependencias. Los costos y gastos fueron cubiertos de buena forma por los ingresos, lo que le permitió a la compañía arrojar un margen operativo positivo durante los periodos analizados, es así que pasó de significar el 7,99% de las ventas en 2016 a un 11,29% en 2019.

Para los periodos interanuales el margen operativo, evidenció una importante caída, pasando de representar el 9,62% de las ventas en mayo de 2019 hasta significar una pérdida operativa de -8,45% de las ventas en mayo de 2020, debido a los efectos de la emergencia sanitaria (COVID-19) originados desde el mes de marzo de 2020.

GRÁFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

Tras el descuento de los gastos financieros, otros ingresos y egresos, participaciones e impuestos, la utilidad neta se mostró decreciente entre los periodos analizados 2016-2018 pasando de representar 0,89% de las ventas en 2016 a 0,34% en 2018; no obstante, para diciembre de 2019; esta se recupera levemente hasta significar el 0,77% de las ventas, gracias a un mejor control en los costos y gastos, a pesar de la disminución de sus ingresos.

Para mayo de 2020, la empresa registró una pérdida neta que representó el -23,76% de las ventas debido a la pandemia (COVID-19), la cual generó una suspensión laboral. Para revertir estos resultados la empresa está implementando varias estrategias, tal es el caso de la terminación de contratos con más de 160 colaboradores, cierre definitivo de 3 sucursales, con la finalidad de ser óptimos y más rentables. Además, están efectuando un agresivo plan comercial de dropshipping con sus principales proveedores para no recurrir a financiamientos adicionales, así mismo están incrementando la campaña de ventas on-line, el cual es uno de los canales más importantes hoy en día, abrieron una tienda Outlet, en la cual se comercializa productos relegados en bodega y renegociación de deuda con bancos.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad, desde 2016 hasta 2019, se presentaron positivos a efecto de la utilidad neta generada por la empresa en cada periodo analizado; en cuanto a su comportamiento éste se presentó variable, debido a las fluctuaciones presentadas en sus resultados. Para mayo de 2020 la compañía no registró rentabilidad, debido a la pérdida registrada en este periodo.

CUADRO 18, GRÁFICO 10: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2016	2017	2018	2019
ROA	0,58%	0,29%	0,22%	0,37%
ROE	1,94%	1,12%	0,86%	1,61%

Indicador	may-19	may-20
ROA	0,12%	-2,70%
ROE	0,53%	-13,36%



Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

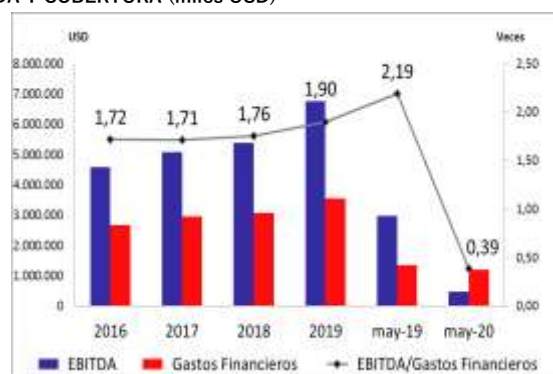
El EBITDA (acumulado) desde 2016 hasta 2018, se muestra relativamente estable sobre la participación de los ingresos, manteniéndose en un rango del 13% durante los periodos anuales, es así que pasó de significar el 13,73% en 2016 a un 13,69% en 2018; sin embargo, para diciembre de 2019 la participación crece, llegando a significar el 20,34% de las ventas, gracias a los ajustes realizados por la empresa en costos y gastos, lo que generó una utilidad operacional significativa y por ende un mayor EBITDA (acumulado).

Para mayo de 2020, el EBITDA (acumulado) decrece de manera importante a 6,02% de las ventas, después de haber significado el 20,64% de las ventas en mayo de 2019, resultados que derivó en que la empresa no logre generar los flujos propios suficientes para cubrir sus obligaciones.

CUADRO 19: GRÁFICO 11: EBITDA Y COBERTURA (miles USD)

Concepto	2016	2017	2018	2019
EBITDA	4.584	5.076	5.385	6.757
Gastos Financieros	2.665	2.965	3.068	3.555
EBITDA/Gastos Financieros (veces)	1,72	1,71	1,76	1,90

Concepto	may-19	may-20
EBITDA	2.981	471
Gastos Financieros	1.360	1.208
EBITDA/Gastos Financieros (veces)	2,19	0,39



Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

ALMACENES BOYACÁ S.A. presentó activos con un comportamiento creciente pasando de USD 50,84 millones en el año 2016 a USD 68,87 millones en diciembre de 2019 y USD 68,90 millones en mayo de 2020, comportamiento que se atribuyó principalmente al incremento de sus inventarios y mayores cuentas por cobrar de corto y largo plazo.

Al hacer referencia a la estructura de los activos totales de la compañía, durante los periodos analizados, se puede mencionar que estuvo representada mayormente por los activos corrientes, mismos que alcanzaron una participación a diciembre de 2019 del 72,18% de los activos totales y 75,43% a mayo de 2020; siendo su cuenta más importante para este último periodo, la cuenta de inventarios con 50,48% de los activos totales (45,72% a diciembre de 2019), dentro de esta cuenta se contabilizan la mercadería disponible y la mercadería en tránsito, la segunda cuenta más importante fue cuentas por cobrar clientes con 11,75% (12,08% diciembre de 2019).

Es importante mencionar que la compañía necesita un estricto y eficiente control de inventarios, en especial de productos de baja rotación, obsolescencia y deterioro. En el volumen creciente de ventas, con costos y gastos controlados, pueden esconderse determinados productos o líneas, que en el mediano plazo se podrían reflejar como pérdidas de inventarios, lo cual la empresa mitiga con su sistema informático de control de inventarios, además de estrictos controles de seguridad. Se debe indicar además que, durante mayo de 2020, los inventarios crecieron 10,45% en relación a diciembre de 2019, debido al incremento en mercadería disponible por el cierre temporal de locales, producto de la pandemia (COVID-19).

Por otro lado, los activos no corrientes significaron 27,82% de los activos totales al cierre del año 2019 y 24,57% a mayo de 2020; estuvieron compuesto en mayor proporción por propiedad, planta y equipo con una representación de 9,20% de los activos a mayo de 2020 (10,02% a diciembre de 2019); la segunda cuenta más relevante fue cuentas por cobrar a largo plazo⁵⁶ con el 9,02% de los activos totales (8,83% a diciembre de 2019); seguido del rubro de propiedades de derecho de uso, mismos que significaron el 6,30% de los activos totales (8,92% a diciembre de 2019)⁵⁷.

Pasivos

El financiamiento de los pasivos totales sobre los activos se mostró creciente a partir del año 2016, pues luego de fondar el 69,86% de los activos en ese año, pasó a un 77,09% en 2019 y un 79,79% en mayo de 2020, como efecto de un mayor requerimiento de deuda financiera, misma que fondó el 65,29% para este último periodo (61,69% a diciembre de 2019); además del incremento en cuentas por pagar a proveedores.

En cuanto a su estructura, los pasivos totales estuvieron conformados principalmente por pasivos corrientes, pues a diciembre de 2019 significaron el 41,44% y 49,86% a mayo de 2020, siendo su cuenta más relevante las obligaciones bancarias, pues representaron el 26,59% de los activos en mayo de 2020 (21,20% a diciembre 2019), seguido por las obligaciones en el mercado de valores con el 14,13% (11,48% a diciembre de 2019), y cuentas por pagar a proveedores con el 6,80% (4,86% a diciembre de 2019).

Mientras los pasivos no corrientes, financiaron el activo en 35,64% a diciembre de 2019 y 29,94% a mayo de 2020, siendo los préstamos bancarios de largo plazo, obligaciones con el mercado de valores y las obligaciones por arrendamientos⁵⁸ a largo plazo sus cuentas más representativas a mayo de 2020, pues financiaron el activo en 18,38%, 6,19% y 4,67% respectivamente.

Patrimonio

El patrimonio mostró un leve crecimiento durante los periodos analizados, totalizando para el año 2016 USD 15,32 millones (30,14% de los activos) y USD 15,78 millones (22,91% de los activos) a diciembre de 2019 como efecto de un aumento en su capital social; para mayo de 2020 se observa un decrecimiento en términos monetarios del patrimonio, producto de la pérdida del ejercicio registrada en este periodo, totalizando USD 13,92 millones (20,21% de los activos).

A mayo de 2020, el rubro más significativo del patrimonio fue resultados acumulados pues alcanzaron USD 8,14 millones, financiando al activo en 11,81%. En segundo lugar, estuvo capital social con USD 3,75 millones que

⁵⁶ Corresponde a deudas contraídas con los bancos para financiar adquisición – construcción de inmuebles de compañías relacionadas, estas cuentas se devengan con el arriendo operativo por el uso que la compañía de bien.

⁵⁷ Activo consecuente a la aplicación NIIF 16 (derecho de uso de locales alquilados en donde se desarrollan las actividades comerciales)

⁵⁸ Pasivo consecuente de aplicación de NIIF 16 Arrendamientos (derecho de uso de los locales alquilados).

financió el 5,44% de los activos y finalmente la reserva legal y facultativa con USD 3,22 millones, la cual financió al activo en 4,67%.

El capital social se mantuvo sin variación durante los años 2016-2018, en un monto de USD 2,71 millones, el mismo que financió el activo en 5,32% en diciembre de 2016 y un 4,41% a diciembre de 2018, sin embargo, para este último año se registró la suma de USD 1,04 millones por concepto de aumento de capital en trámite, lo que se concretó para el año 2019, pues para diciembre de 2019 el capital social ascendió a USD 3,75 millones, el mismo que financió el 5,44% de los activos, demostrando el compromiso de los accionistas sobre la operación.

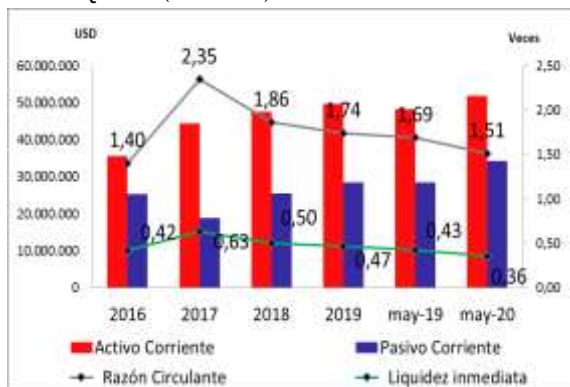
Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón corriente) que presentó ALMACENES BOYACÁ S.A., a lo largo del periodo analizado se ubicaron por encima de la unidad, lo que refleja que la empresa contó con suficientes recursos de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo.

CUADRO 20, GRÁFICO 12: NIVEL DE LIQUIDEZ (miles USD)

Concepto	2016	2017	2018	2019
Activo Corriente	35.716	44.463	47.654	49.712
Pasivo Corriente	25.431	18.944	25.553	28.542
Razon Circulante (veces)	1,40	2,35	1,86	1,74
Liquidez Inmediata (veces)	0,42	0,63	0,50	0,47

Concepto	may-19	may-20
Activo Corriente	48.309	51.975
Pasivo Corriente	28.558	34.352
Razon Circulante (veces)	1,69	1,51
Liquidez Inmediata (veces)	0,43	0,36



Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

Como consecuencia de lo anterior, el capital de trabajo de la compañía se registra positivo, lo que hace evidente la capacidad de generación de flujos que tiene ALMACENES BOYACÁ S.A. para hacer frente a sus compromisos, es así que a diciembre de 2019 significó el 30,74% de los activos, y el 25,58% en mayo de 2020.

Indicadores de Eficiencia

ALMACENES BOYACÁ S.A., durante el periodo analizado (2016-2019), presentó un periodo de cobro promedio anual de 79 días, lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso de tiempo aproximadamente, encontrándose dentro de los plazos establecidos en la política de crédito de la empresa (30 y 120 días).

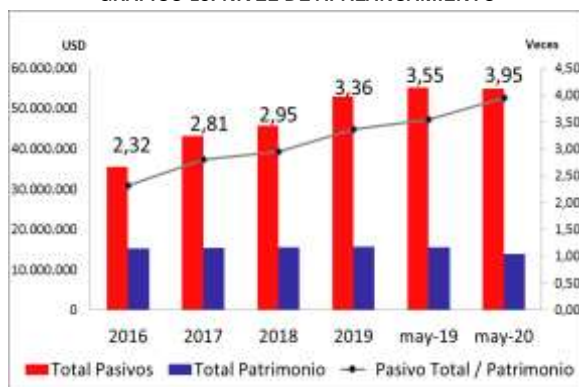
Por otro lado, al referirnos al indicador de Plazo de Proveedores, se mostró creciente, puesto que, de 65 días en el 2016, pasó a 79 días en 2019, determinando un desfase entre el tiempo de cobranza de sus facturas y el pago a sus proveedores, el cual ascendió a 13 días en 2019.

En cuanto al indicador de duración de existencias, se debe mencionar que éste registró una menor rotación del stock, registrando 740 días a diciembre de 2019 (563 días a diciembre de 2018).

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio demostró una tendencia creciente, pasando de 2,32 veces en 2016 a 3,36 veces para el 2019 y 3,95 veces en mayo de 2020. Por lo mencionado se observa que la compañía financia sus operaciones fundamentalmente con recursos de terceros.

GRÁFICO 13: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

El indicador que relaciona el pasivo total/capital social, presentó una tendencia variable, ya que pasó de 13,13 veces a 16,95 veces en 2018, y 14,16 veces en 2019 (14,66 veces en mayo de 2020), debido al constante incremento de los pasivos frente a la posición del capital social para todos los periodos analizados. Estos valores reflejan cuántas veces la deuda de la empresa supera al aporte de los accionistas. Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 10,59 años para mayo de 2020 (6,29 años en diciembre de 2019).

El indicador que relaciona el pasivo total/EBITDA (anualizado) a mayo de 2020 fue de 12,95 años (7,86 años a diciembre de 2019), constituyéndose éste como el plazo en el cual la empresa podría cancelar el total de sus obligaciones con su flujo propio.

Contingentes

Al 31 de mayo de 2020, ALMACENES BOYACÁ S.A. mantiene una operación de crédito como codeudor en el Banco Bolivariano, misma que no representa un riesgo en caso de que el titular de la deuda incumpla con sus obligaciones.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁵⁹

Durante noviembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 62 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 42 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 377,50 millones, valor que representó 39,29% del monto total de emisiones autorizadas. Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 36,32%, las acciones el 0,52% y las titularizaciones el 23,87% del total aprobado hasta el 31 de diciembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 960,90 millones hasta diciembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 42,41%, comercio al por mayor y al por menor con el 30,84% y actividades financieras con el 19,11%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Econ. Roberto Jordán
Analista

⁵⁹ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo> (última información registrada en dicha página web)

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

Cuenta	2016	2017	2018	may-19	2019	may-20
ACTIVO						
Efectivo Y Equivalente de Efectivo	1.211.864	1.854.821	2.049.667	1.216.045	1.109.860	534.996
Cuentas por Cobrar Clientes	7.107.427	7.444.014	7.868.644	7.898.867	8.321.999	8.093.246
Provisión cuentas incobrables	(109.383)	(85.293)	(88.780)	(88.780)	(81.802)	(81.802)
Inventarios	20.620.482	26.229.982	29.380.536	31.127.023	31.491.163	34.781.132
Otros Activos Corrientes	6.886.050	9.019.280	8.443.826	8.156.078	8.870.361	8.647.636
Total Activo Corriente	35.716.440	44.462.803	47.653.893	48.309.232	49.711.581	51.975.208
Propiedad, planta y equipo	10.340.212	8.867.533	7.983.682	7.415.274	6.901.398	6.335.735
Cuentas por cobrar L/P	4.750.221	5.264.238	5.715.562	5.805.562	6.079.576	6.214.434
Otros Activos no Corrientes	35.594	35.727	35.628	9.419.107	6.178.445	4.375.386
Total Activo No Corriente	15.126.027	14.167.498	13.734.872	22.639.942	19.159.419	16.925.554
TOTAL ACTIVOS	50.842.467	58.630.301	61.388.765	70.949.174	68.871.000	68.900.763
PASIVOS						
Obligaciones Bancarias	18.903.864	8.805.961	14.018.028	15.972.850	14.598.503	18.319.377
Proveedores	3.261.325	3.173.703	4.802.945	4.696.621	3.346.447	4.688.129
Obligaciones con inversionistas Emisiones	1.577.250	5.577.250	5.155.000	5.431.213	7.907.933	9.733.333
Otros pasivos corrientes	1.689.045	1.387.329	1.577.521	2.457.203	2.689.042	1.611.283
Total Pasivo Corriente	25.431.484	18.944.242	25.553.494	28.557.887	28.541.925	34.352.122
Préstamos bancarios	7.823.783	20.846.182	15.259.380	12.898.229	13.695.380	12.663.299
Obligaciones con inversionistas Emisiones	1.577.250	2.750.000	4.409.100	5.271.820	6.283.333	4.266.667
Otros pasivos no corrientes	687.604	697.522	640.472	8.611.982	4.569.471	3.697.160
Total Pasivo No Corriente	10.088.637	24.293.704	20.308.952	26.782.031	24.548.184	20.627.126
Deuda Financiera	29.882.147	37.979.393	38.841.509	39.574.113	42.485.149	44.982.676
Deuda Financiera C/P	20.481.114	14.383.211	19.173.028	21.404.063	22.506.436	28.052.710
Deuda Financiera L/P	9.401.033	23.596.182	19.668.480	18.170.049	19.978.713	16.929.965
TOTAL PASIVOS	35.520.121	43.237.946	45.862.447	55.339.918	53.090.109	54.979.248
PATRIMONIO						
Capital Social	2.706.000	2.706.000	2.706.000	3.750.000	3.750.000	3.750.000
Aporte a capital futuro	-	-	-	-	-	-
Reservas	4.878.852	4.908.507	3.881.723	3.895.119	3.895.119	3.895.119
Utilidad del Ejercicio	296.550	172.164	133.963	82.938	254.573	(1.859.376)
Aumento de capital en trámite	-	-	1.044.000	-	-	-
Utilidad Acumulada Ej. Anterior	7.440.945	7.605.685	7.760.632	7.881.199	7.881.199	8.135.771
TOTAL PATRIMONIO	15.322.346	15.392.355	15.526.318	15.609.256	15.780.891	13.921.515

Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

Cuenta	2016	2017	2018	may-19	2019	may-20
Ventas	33.391.289	36.900.694	39.336.134	14.440.125	33.212.632	7.825.266
Costo de ventas	18.242.189	18.747.775	19.038.322	6.760.035	15.534.045	4.068.423
MARGEN BRUTO	15.149.100	18.152.919	20.297.812	7.680.090	17.678.587	3.756.843
Gastos Operacionales	12.481.186	14.949.313	16.750.174	6.291.509	13.927.268	4.417.753
UTILIDAD OPERACIONAL	2.667.914	3.203.606	3.547.638	1.388.581	3.751.319	(660.910)
Gastos Financieros	2.664.820	2.964.513	3.067.780	1.360.345	3.555.319	1.207.798
Otros ingresos no operacionales	909.325	261.604	180.121	54.702	243.982	9.332
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMP.TOS.	912.419	500.697	659.979	82.938	439.982	(1.859.376)
Participaciones	136.863	75.105	98.997	-	65.997	-
Impuesto a la Renta (menos)	479.006	253.429	427.019	-	119.412	-
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	296.550	172.164	133.963	82.938	254.573	(1.859.376)

Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2016	2017	2018	may-19	2019	may-20
Gastos Operacionales / Ingresos	37,38%	40,51%	42,58%	43,57%	41,93%	56,45%
Utilidad Operacional / Ingresos	7,99%	8,68%	9,02%	9,62%	11,29%	-8,45%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,89%	0,47%	0,34%	0,57%	0,77%	-23,76%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	306,63%	151,95%	134,46%	65,95%	95,84%	-0,50%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	898,61%	1721,92%	2290,02%	1640,19%	1396,58%	-64,96%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	1,94%	1,12%	0,86%	0,53%	1,61%	-13,36%
Rentabilidad sobre Activos	0,58%	0,29%	0,22%	0,12%	0,37%	-2,70%
Liquidez						
Razón Circulante	1,40	2,35	1,86	1,69	1,74	1,51
Liquidez inmediata	0,42	0,63	0,50	0,43	0,47	0,36
Capital de Trabajo	10.284.956	25.518.561	22.100.399	19.751.345	21.169.656	17.623.086
Capital de trabajo / Activos Totales	20,23%	43,52%	36,00%	27,84%	30,74%	25,58%
Cobertura						
EBITDA	4.584.330	5.075.731	5.384.966	2.980.591	6.756.850	470.722
EBITDA (anualizado)	4.584.330	5.075.731	5.384.966	6.352.419	6.756.850	4.246.982
Ingresos	33.391.289	36.900.694	39.336.134	14.440.125	33.212.632	7.825.266
Gastos Financieros	2.664.820	2.964.513	3.067.780	1.360.345	3.555.319	1.207.798
EBITDA / Ingresos	13,73%	13,76%	13,69%	20,64%	20,34%	6,02%
EBITDA/Gastos Financieros	1,72	1,71	1,76	2,19	1,90	0,39
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,09	0,08	0,09	0,04	0,09	-0,01
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	11,84	12,73	5,65	37,14	31,71	138,54
Gastos de Capital / Depreciación	0,21	0,22	0,54	0,11	0,07	0,03
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	2,32	2,81	2,95	3,55	3,36	3,95
Pasivo Total / Capital Social	13,13	15,98	16,95	14,76	14,16	14,66
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	6,52	7,48	7,21	6,23	6,29	10,59
Deuda Financiera / Pasivo	84,13%	87,84%	84,69%	71,51%	80,02%	81,82%
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	7,75	8,52	8,52	8,71	7,86	12,95
Pasivo Total / Activo Total	69,86%	73,75%	74,71%	78,00%	77,09%	79,79%
Capital Social / Activo Total	5,32%	4,62%	4,41%	5,29%	5,44%	5,44%
Deuda Financiera / Patrimonio	195,02%	246,74%	250,17%	253,53%	269,22%	323,12%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	30,14%	26,25%	25,29%	22,00%	22,91%	20,21%
Eficiencia						
Período de Cobros (días)	78	74	73	83	91	157
Duración de Existencias (días)	413	511	563	695	740	1.299
Plazo de Proveedores	65	62	92	105	79	175

Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: Class International Rating