

CALIFICACIÓN:

Segunda Emisión de Obligaciones	AA
Tendencia	+
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	31/03/2020

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

CONTACTO

Mariana Ávila
Gerente de Análisis
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA + para la Segunda Emisión de Obligaciones de AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. en comité No.287-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 30 de septiembre del 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019. estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha julio de 2019 y julio de 2020. (Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2018-00011059 del 30 de noviembre de 2018 por un monto hasta USD 20.000.000)

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector manufacturero, en el cual se encuentra el Emisor, ha presentado una tendencia creciente en su desempeño, presentó una recuperación desde 2015, situación que se acentúa durante el primer trimestre del 2018. Para el 2019 el sector ha mostrado estabilidad y tendencias positivas en cuanto a niveles de actividad y producción. La manufactura constituye el sector con la mayor importancia relativa sobre el valor total del PIB, siendo de esta manera de vital importancia para el desarrollo de la economía nacional.
- En la situación actual, influenciada por la pandemia, la restricción de actividades y la paralización de la economía la empresa ha mostrado un manejo adecuado de sus operaciones, evitando registrar pérdidas o riesgos para los diversos accionistas u obligacionistas.
- La compañía tiene una adecuada administración y planificación, se trata de una empresa que ha ido expandiéndose en el tiempo y que aún no ha generado lineamientos de Gobierno Corporativo.
- En lo que respecta a su posición financiera, AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. presenta una cobertura satisfactoria del gasto financiero con su operación, buenos índices de liquidez y un manejo prudente de su endeudamiento. Por otro lado, han aumentado las ventas en el periodo analizado, influyendo positivamente en sus resultados.
- La Emisión bajo estudio está adecuadamente instrumentada, cumple con todos los requerimientos formales en su estructuración y contempla un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 4 veces el patrimonio de la compañía. Así también, mantiene un resguardo adicional consistente en un límite de patrimonio/ activos totales.
- Los flujos proyectados son más que suficientes como para permitir a la empresa cumplir con todas las obligaciones derivadas de esta Emisión y con los demás requerimientos propios de su operación normal.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. provienen de la venta de televisores, en menor proporción de la venta de celulares y aires acondicionados. Adicionalmente la empresa comercializa los respectivos repuestos, empaques y ofrece servicio técnico para todos estos equipos. El nivel de ventas de la empresa ha fluctuado en el periodo analizado dado que en el año 2018 se jugó el mundial de fútbol, evento que generó un incremento en la demanda de televisores, por ende, mayores ventas para la empresa. Posteriormente, para el año 2019, estos valores se ajustaron regresando a niveles similares a los históricos. Para julio del 2020, las ventas sufrieron una caída del orden de 18,09% frente a julio del 2019, efecto de la pandemia que generó una paralización de actividades en diversos sectores productivos del país, al igual que un menor nivel de consumo por parte de la población. Históricamente la relación de costo de venta con las ventas totales se ha mantenido, con un promedio de 84,70% en el periodo de estudio. Sin embargo, ha mantenido una ligera tendencia negativa a la baja, evidenciando que se ha ido optimizando los costos, lo cual también ha resultado en un margen bruto que se ha ido optimizando. Cabe recalcar el 2018, año de alza en ventas por el mundial de fútbol, la relación de los costos de venta y del margen bruto con las ventas

totales se mantuvo en niveles similares, mostrando así la estabilidad en cuanto a la estructura de la empresa. En cuanto a los gastos operativos, estos han tenido una tendencia creciente, lo cual va de la mano con la mayor actividad registrada en el 2018 particularmente. Sin embargo, el margen operativo se ha mantenido en niveles estables con una ligera tendencia negativa, con un promedio de 6,25% del total de ventas en el periodo analizado.

Los activos de la compañía se encuentran compuestos mayoritariamente por cartera y por activos fijos. Las cuentas con mayores periodos de antigüedad corresponden a los principales clientes, quienes son grandes empresas que han pactado formas de pago en el corto y mediano plazo, mostrando confianza en la recuperación de esta porción de la cartera. La empresa mantiene un alto nivel de inventarios, correspondiente a los productos disponibles para la venta, los cuales han mostrado ser altamente líquidos y de rápida rotación. La propiedad, planta y equipo de la empresa corresponde a la diferente maquinaria necesitada para el ensamblaje de los productos que ofrece la empresa.

AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. evidenció un manejo responsable de su endeudamiento, considerando que la compañía financió sus actividades mediante el crédito de proveedores, deuda bancaria y las obligaciones emitidas en el Mercado de Valores. La empresa mantiene una cobertura adecuada del EBITDA sobre el gasto financiero y las obligaciones con costo en el corto plazo.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	JULIO 2019	JULIO 2020
	Actual			Proyectado			Interanual	
Ingresos de actividades ordinarias	52.464	71.112	49.094	28.555	33.124	40.080	26.136	19.210
Utilidad operativa	3.542	4.660	2.674	1.976	2.152	2.603	1.218	1.425
Utilidad neta	2.010	2.455	568	235	573	627	141	470
EBITDA	4.711	5.872	3.655	2.957	3.132	3.584	1.929	2.130
Deuda Neta	12.691	10.909	15.932	11.317	10.187	11.485	13.688	14.468
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	-	3.515	(5.408)	5.596	2.110	(317)	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	13.397	11.907	17.659	13.026	12.721	14.804	13.416	14.317
Servicio de Deuda (SD)	-	11.563	12.502	12.311	10.112	12.164	171	13.259
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	-	1	0	0	0	0	11	0
Capital de Trabajo	1.604	2.918	8.308	5.856	3.609	4.236	3.593	9.472
ROE	15,08%	17,56%	3,94%	1,60%	3,76%	3,96%	1,72%	5,42%
Apalancamiento	3,16	2,73	2,15	1,90	1,79	1,86	2,43	2,03
Z de Altman Manufacturera	1,295	1,831	1,635	1,196	1,293	1,427	0,890	0,936

Tabla 1: Resultados e indicadores.

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones de ingresos estiman una caída en las ventas del orden de -42% para el cierre del 2020, en función de las condiciones de mercado que contraen la actividad económica y la capacidad adquisitiva de la población. En los años posteriores se estima que habrá una recuperación progresiva a medida que la economía se recupere, con crecimiento de 16% y 21% para los años 2021 y 2022, respectivamente. Sin embargo, la empresa ha mostrado habilidad para ajustarse a las condiciones externas y registrar valores positivos en los resultados de cada año, lo cual se estima mantener en el periodo futuro.

Debido a las condiciones económicas actuales, la empresa ha tenido, y espera tener una mayor concentración de antigüedad de su cartera en plazos largos. Sin embargo, la empresa ha mostrado fuertes relaciones con sus principales clientes, quienes son grandes empresas con la adecuada liquidez y solvencia para hacer frente a las obligaciones. Dicho esto, la empresa se mantiene segura de recuperar dichos valores a futuro y espera hacerlo con las cuentas exigibles que mantenga en periodos posteriores. Las proyecciones del estado de situación financiera realizadas para el periodo de vigencia de la emisión contemplan inventarios por debajo del promedio histórico, fruto de la menor actividad esperada. Esperan que los niveles de inventario vayan incrementando a medida que la empresa vaya recuperando sus niveles de ventas. Se proyecta una inversión continua en propiedad planta y equipo, correspondiente a la maquinaria y equipo utilizadas para las actividades de la empresa.

La deuda de la empresa se estima que se va a contraer para el periodo proyectado, en función de la menor actividad esperada. La deuda neta se contraerá a medida que la Segunda Emisión de Obligaciones se vaya amortizando, aunque a su vez existirá nueva deuda con bancos y apalancamiento con proveedores. La

deuda con bancos registrará menores niveles para el 2020 de lo que registro en el 2019, sin embargo, para el 2021 esta cifra crecerá y en el 2022 estará dentro del promedio histórico. La relación de deuda financiera sobre pasivos totales se mantendrá en niveles similares al histórico oscilando entre valores de 46%- 48%.

El patrimonio ha tenido un constante crecimiento en el periodo histórico, se estima que se mantendrá para el periodo futuro de acuerdo con los resultados positivos de la empresa, que si bien serán menores (debido a la situación económica del país), representarán una ganancia para la empresa. Resultando así en un fortalecimiento de la estructura patrimonial.

FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir. En este contexto la compañía ha demostrado las fortalezas ya señaladas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración.

FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, el Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno. Asimismo, la compañía ha adaptado sus políticas de crédito para prevenir el riesgo de crédito en sus operaciones con los clientes.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio y una adecuada diversificación entre proveedores locales y del exterior que permite mitigar este riesgo.
- Posible impacto de nueva competencia, e incluso la aparición del comercio informal con la oferta de productos de menor calidad, no originales e inferiores precios a los mantenidos por AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A., podrían afectar las ventas de la compañía y por ende sus resultados. La cobertura de la empresa y las sólidas relaciones que mantiene con sus proveedores mitiga este riesgo.
- Amenaza de productos sustitutos, existencia de proveedores que ofrecen productos de similares características, pero de menor calidad a precios reducidos, pudiendo afectar el nivel de ventas de la compañía y por ende sus resultados. Para mitigar este riesgo se la compañía mantiene un stock suficiente de productos de diferente calidad, para que el cliente pueda encontrar una gran diversidad de productos.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones

operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.

- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información; la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, para proteger la información, así como mediante aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir, para así posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión son principalmente propiedad, planta y equipos, cuentas por cobrar e inventarios. Los activos que respaldan la presente Emisión tienen un alto grado de liquidez, por la naturaleza y el tipo. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros con la compañía aseguradora VAZ Seguros que mantienen sobre los activos.
- Al ser el 22,60% de los activos, correspondientes a inventarios, existe el riesgo que éstos sufran daños, por mal manejo, por obsolescencia o pérdidas, provocando que la empresa no tenga producto que vender o provocando retrasos en las entregas. La empresa mitiga el riesgo a través de un control permanente de inventarios y controles de calidad de los productos al ingresar a la compañía, evitando de esta forma pérdidas o daños.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que podrían afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado, provocando disminución de flujos propios de la operación. Sin embargo, la diversificación de clientes que mantiene la empresa mitiga este riesgo.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza de la cartera por cobrar, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. La empresa considera que toda su cartera es de fácil recuperación y se le da un seguimiento continuo y cercano.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A., se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 531 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 1,54% del total de los activos que respaldan la Emisión y al 1,18% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo del proceso de Emisión de Obligaciones no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos lo que tendría un leve efecto en los flujos de la empresa. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO
SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Monto de la emisión	Hasta USD 20.000.000,00				
Características	MONTO USD 20.000.000,00	PLAZO Hasta 1.440 días	TASA FIJA ANUAL 8,50%	PAGO DE CAPITAL Trimestral	PAGO DE INTERESES Trimestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.				
Destino de los recursos	Los recursos captados servirán en un setenta por ciento (70%) para capital de trabajo de la empresa y el treinta por ciento restantes (30%), para sustitución de pasivos.				
Agente Colocador/ Estructurador Financiero	Activa Casa de Valores S.A.				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.				
Resguardos	<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. ■ 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 valores/obligaciones en mora. ■ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. 				
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses, de hasta cuatro (4) veces el patrimonio de la compañía. 				
Resguardo Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> ■ Patrimonio sobre activos: Mantener el patrimonio de la compañía por encima del quince (15%) por ciento del total de los activos. 				

Tabla 2: Resumen instrumento.

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

El resumen precedente es un extracto del informe de la Segunda Emisión de Obligaciones de AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A., realizado con base a la información entregada por la empresa y de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)

PERFIL EXTERNO

ENTORNO MACROECONÓMICO

EXPECTATIVAS DE RECESIÓN

La economía mundial se contraerá significativamente al cierre de 2020 como consecuencia directa de la emergencia sanitaria, así como de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. El impacto económico de la pandemia a nivel mundial fue peor al anticipado durante el primer semestre de 2020, y se espera una recuperación más lenta de la prevista inicialmente debido a las medidas persistentes de distanciamiento social, a cuarentenas más prolongadas en ciertas economías, y al fuerte golpe a la actividad productiva. Consecuentemente, el Fondo Monetario Internacional redujo su proyección de crecimiento de la economía mundial en 1,9 puntos porcentuales¹ con respecto a las previsiones presentadas en abril². Se espera, con un elevado grado de incertidumbre, una recuperación a partir de 2021.

CRECIMIENTO	FUENTE	2017	2018	2019	2020	2021
		Real			Proyectado	
Economía mundial	FMI	3,87%	3,60%	2,90%	-4,90%	5,40%
Economías avanzadas	FMI	2,51%	2,20%	1,70%	-8,00%	4,80%
Economías emergentes	FMI	4,83%	4,50%	3,70%	-3,00%	5,90%
América Latina	FMI	1,30%	1,10%	0,10%	-9,40%	3,70%
	Banco Mundial	1,90%	1,70%	0,80%	-7,20%	2,80%
Ecuador	FMI	2,37%	1,29%	0,05%	-10,90%	6,30%
	Banco Mundial	2,40%	1,30%	0,10%	-7,40%	4,10%
	Banco Central del Ecuador	2,37%	1,29%	0,05%	-8,14%*	
Ecuador PIB Nominal (millones USD)	Banco Central del Ecuador	104.296	107.562	107.436	96.512	
Ecuador PIB Real (millones USD)	Banco Central del Ecuador	70.956	71.871	71.909	66.057	

*Las estimaciones del Banco Central del Ecuador contemplan tres posibles escenarios de decrecimiento en un rango de -7,29% a -9,59%. La estimación de -8,14% resulta de un escenario medio/moderado.

Tabla 3: Evolución y proyecciones de crecimiento.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Central del Ecuador. **Elaboración:** Global Ratings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas durante 2020¹, alcanzando probablemente la peor recesión económica de las últimas décadas. Según la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto del mundo³. Durante los últimos cinco años el desempeño económico de la región fue pobre y en 2020 se verá golpeado por el impacto significativo del virus sobre los sistemas de salud de la región, la disminución en la actividad de sus socios comerciales, la caída en los precios de los productos primarios, la interrupción en las cadenas de suministro, la menor demanda de turismo y el empeoramiento de las condiciones financieras globales.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities⁴. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión, y se acentuó para 2016 producto del terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva⁵. La economía ecuatoriana se recuperó a partir de 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 la economía se vio afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como por los disturbios sociales, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento⁶. Los datos del primer trimestre de 2020 reflejan una caída -2,4% en el PIB nacional, señal de que la economía presentaba problemas relacionados con el deterioro en los niveles de inversión, incluso antes de la llegada de la pandemia⁴.

Actualmente, las previsiones de crecimiento de organismos multilaterales, así como del Banco Central del Ecuador, se han revisado significativamente a la baja, en función del fuerte brote de la pandemia a inicios de la emergencia, la caída en el precio del crudo, la complicada situación fiscal y las medidas de confinamiento

¹ Fondo Monetario Internacional. (2020, junio). *World Economic Outlook Update: A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery*. Washington D.C.

² Fondo Monetario Internacional. (2020, abril). *World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown*. Washington D.C.

³ Comisión Económica Para América Latina y El Caribe. (2020, marzo). *Informe Especial Covid-19, América Latina y El Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales*.

⁴ Banco Central del Ecuador. (2020, junio). *Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 111*.

⁵ Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Ecuador*.

⁶ El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html>

adoptadas. Ecuador será la tercera economía con peor desempeño en el continente americano, precedida por Venezuela (-15,0%) y Perú (-13,9%).

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO

La paralización económica a nivel mundial, el exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes generaron un desplome de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses del año, llegando incluso a cotizarse en valores negativos durante el mes de abril⁷. La reactivación de ciertas economías a nivel mundial y los recortes en la producción que redujeron los niveles internacionales de existencias impulsaron una recuperación en los precios del crudo a partir de mayo de 2020. En septiembre de 2020 la OPEP redujo los pronósticos de demanda de petróleo para 2020 y 2021, lo que podría ejercer una presión a la baja sobre los precios y requerir recortes adicionales en la producción mundial. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 37 por barril.

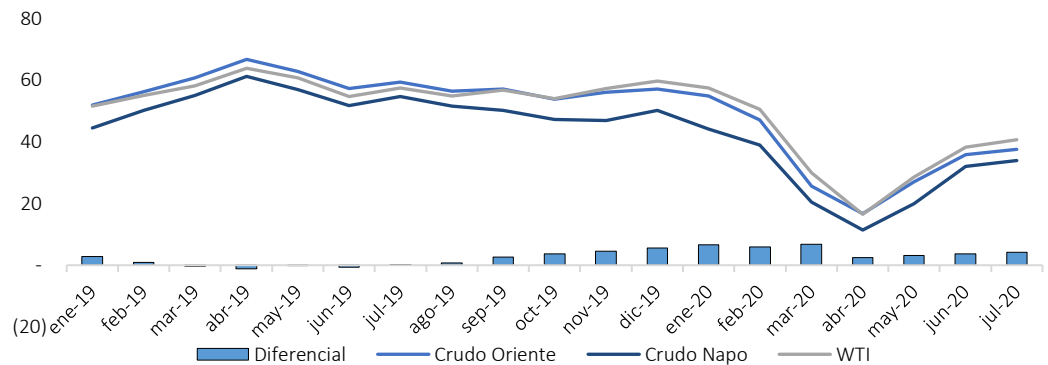


Gráfico 1: Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Para julio de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano creció en 5,60% con respecto al mes de junio, pero se mantiene 37% por debajo del valor registrado en julio de 2019⁸. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano, que mantuvo una tendencia creciente desde agosto de 2019, se redujo para abril de 2020 en función de la caída drástica del precio en mercados internacionales⁸. No obstante, el diferencial aumentó nuevamente a partir de mayo, alcanzando en julio los USD 4,27 por barril. Actualmente el país afronta el desafío de incrementar la producción de crudo que se mantiene desde hace varios años por debajo de 600.000 barriles diarios.

Las exportaciones petroleras entre enero y julio de 2020 cayeron en 48% frente al mismo periodo de 2019, producto del deterioro de los precios. Adicionalmente, en abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional⁹, obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de mayo, pero se suspendieron nuevamente a mediados de junio y julio como medidas preventivas. La proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, por lo que la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones¹⁰.

CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, en respuesta a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente¹¹, que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, pero en 2019, una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios (USD 724 millones por encima de la

⁷ BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia.* <https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339>

⁸ Banco Central del Ecuador. (2020, agosto). *Información Estadística Mensual No. 2022– Agosto 2020.*

⁹ El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

¹⁰ Primicias. (2020, abril). *El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios.* <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/>

¹¹ El Universo. (2019, enero). *Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado>

recaudación real¹²) y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, incrementaron el monto del déficit fiscal.

Si bien la recaudación tributaria alcanzó un máximo al cierre de 2019, para los meses de enero a agosto de 2020 se contrajo en 18% debido al deterioro en los niveles de ventas, y al diferimiento en los pagos del impuesto a la renta. La paralización económica repercutirá en una menor recaudación en 2020, definida por la duración de las medidas restrictivas y su efecto sobre la capacidad productiva en el periodo de reactivación. El Ministerio de Finanzas estima una caída de USD 1.862 millones en los ingresos tributarios para 2020 que, junto con la caída en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una baja de USD 7.036 millones en los ingresos¹³. Se estima realizar un recorte en el presupuesto estatal para 2020 por USD 5.000 millones. No obstante, se prevé un déficit de más de USD 13.000 millones al término de este año¹⁴.

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública en los últimos años, superando el límite máximo permitido por ley. En 2019 la deuda pública creció en función de la emisión de bonos en mercados internacionales y del financiamiento con multilaterales, del cual el país se ha vuelto altamente dependiente durante la emergencia actual. Para julio de 2020, la deuda pública incrementó en USD 1.922 millones, y se concentró en acreedores externos.

Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales para compensar el deterioro en la oferta y demanda agregada depende de financiamiento externo. En 2019, se firmó un acuerdo con el FMI para apoyar los objetivos del Plan de Prosperidad (2018-2021), pero este fue cancelado en abril de 2020 debido al cambio en los indicadores económicos del país. Durante la emergencia sanitaria, se gestionaron recursos de varios organismos multilaterales por cerca de USD 2.000 millones. En agosto de 2020 se llegó a un acuerdo con los tenedores de bonos internacionales, mediante el cual se redujo el stock de deuda en USD 1.500 millones, se incrementó el plazo a 12,7 años con 5 años de gracia para el pago de capital, y se disminuyó la tasa de interés de 9,3% a 5,2%. Una de las condiciones para dicha negociación fue concretar un acuerdo con el FMI al que se llegó en agosto de 2020 con una duración de 27 meses y por un monto de USD 6.500 millones, de los cuales USD 4.000 millones se recibirán este año. El plazo para el pago de capital será de 10 años, con 4 años de gracia, y la tasa de interés acordada es del 2,9% anual. Con el objetivo de recortar el gasto, en mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios, atada al comportamiento de los precios internacionales.

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2019	-4.043,00	21,31%
Déficit fiscal (% PIB)	2019	-3,80%	-0,70%
Recaudación tributaria (millones USD)	2019	14.268,53	2,81%
Recaudación tributaria (millones USD)	enero - agosto 2020	8.107,57	-18,46%
Deuda pública (millones USD)	julio 2020	59.258,27	6,17%
Deuda pública (% PIB)	julio 2020	61,40%	10,26%
Deuda interna (millones USD)	julio 2020	17.493,94	6,88%
Deuda externa (millones USD)	julio 2020	41.764,33	5,87%

Tabla 4: Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado.

Fuente: Ministerio de Finanzas; Elaboración: Global Ratings

PERCEPCIONES DE RIESGO SE DISPARAN

Desde enero de 2020, el riesgo país presentó una tendencia creciente, y se disparó tras el desplome en el precio del petróleo y el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria¹⁵. Tras la renegociación de la deuda externa y la firma del acuerdo con el FMI, el riesgo país cayó en 1.900 puntos, alcanzando por primera vez en el año una cifra por debajo de los 1.000 puntos. A la fecha del presente informe, el riesgo país cerró en 948 puntos. Ecuador mantiene el tercer índice más alto de América Latina, antecedido por Argentina (1.108) y Venezuela (29.580).

¹² Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019*.

¹³ El Universo. (2020, abril). *Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de \$7000 millones de ingresos*.

<https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/15/nota/7814325/ministro-martinez-explica-que-ecuador-tendra-caida-7000-millones>

¹⁴ El Tiempo. (2020, mayo). *Ecuador arrastra déficit fiscal desde el año 2009*. <https://www.eltiempo.com.ec/noticias/actualidad/10/ecuador-arrastra-deficit-fiscal-desde-el-ano-2009>

¹⁵ El Comercio. (2020, marzo). *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html>

Durante los primeros meses de la emergencia sanitaria las principales calificadoras de riesgo internacionales redujeron la calificación crediticia del Ecuador en varias ocasiones. No obstante, el 03 de septiembre de 2020 Fitch Ratings mejoró la calificación de la deuda soberana de largo plazo ecuatoriana de RD a B(-) con perspectiva estable, tras el acuerdo de renegociación con los tenedores de bonos internacionales¹⁶.

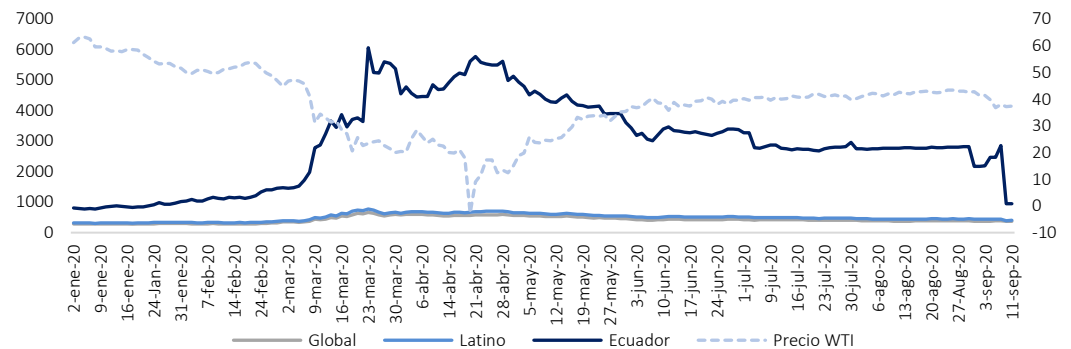


Gráfico 2: Evolución Riesgo País (EMBI).

Fuente: JPMorgan – BCRD; **Elaboración:** Global Ratings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región. Durante 2019, esta se contrajo en 34% y para el primer trimestre de 2020 se mantuvo estable con respecto al primer trimestre de 2019, con una disminución marginal de 3,39%. El 42,1% de la inversión extranjera directa se concentró en la explotación de minas y canteras (27% para el primer trimestre de 2020), mientras que los sectores de manufactura, agricultura, transporte y servicios concentraron el 11,4%, 10,4%, 10,5% y 9,8% de la inversión, respectivamente. Durante 2019, la inversión proveniente de la Comunidad Andina se contrajo en 68% con respecto a 2018 y totalizó USD 31,11 millones, la inversión de Estados Unidos se redujo en USD 19,34 millones (-20%) y los capitales europeos que ingresaron al país durante 2019 sumaron USD 369 millones, con una disminución de 23% con respecto a 2018¹⁷.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	2016	2017	2018	2019	2020.I
Monto (millones USD)	756,14	624,56	1.455,97	937,62	202,50
% del PIB	1%	1%	1%	1%	1%

Tabla 5: Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Bajo las condiciones actuales, con un riesgo país por encima de los niveles de la región, el país tiene gran dificultad para acceder a los mercados internacionales y atraer inversión, por el alto costo que representaría.

PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN

La Organización Mundial del Trabajo (OIT) prevé una pérdida de 195 millones de empleos a nivel mundial a causa de las medidas de confinamiento que deterioraron el capital empresarial. Específicamente en América Latina, uno de cada seis jóvenes perdió su trabajo durante la pandemia. La informalidad en la región es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo en la región y el 47% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas, por lo que se estima un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza³.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019	JUNIO 2020*
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%	13,27%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%	16,72%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%	34,46%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%	7,74%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%	25,23%

*Los resultados para junio de 2020 corresponden a la Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo Telefónica, cuya metodología difiere de la empleada en periodos anteriores.

Tabla 6: Indicadores laborales Ecuador.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC); **Elaboración:** GlobalRatings

¹⁶ Fitch Ratings. (2020, septiembre). *Fitch Upgrades Ecuador to 'B-'; Outlook Stable*. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-ecuador-to-b-outlook-stable-03-09-2020>

¹⁷ Banco Central del Ecuador. (junio 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 71*.

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro para junio de 2020, debido a la paralización económica y a la crisis en el sector productivo. Se evidenció un incremento en el nivel de desempleo, una disminución en la tasa de empleo adecuado y un mayor porcentaje de subempleo, producto de las medidas laborales adoptadas para reducir el impacto de la crisis¹⁸. Por lo tanto, se espera un deterioro en la calidad de vida de la población. De acuerdo con el Ministerio de Trabajo, aproximadamente 307.294 contratos fueron cancelados entre marzo y julio de 2020, de los cuales el 74% correspondió a empleados menores a 40 años. La OIT estima una pérdida de cerca de 850.000 empleos en el país hasta el cierre de 2020¹⁹.

Se estima que las condiciones económicas actuales ejercerán una presión a la baja sobre los niveles de inflación, debido a la caída en la demanda agregada y en los precios del petróleo¹. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio mundial, en 6,20% para 2020 y en 5,90% para 2021², impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina.

INFLACIÓN	2017	2018	2019	AGOSTO 2019	AGOSTO 2020
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	-0,10%	-0,32%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,33%	-0,76%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,14%	-0,55%

Tabla 7: Evolución de tasas de inflación en Ecuador.

Fuente: INEC; Elaboración: GlobalRatings

El incremento en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2019 refleja el deterioro en el empleo adecuado, que resulta en una menor demanda de bienes y servicios. La interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios en los primeros meses de la cuarentena, principalmente de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud²⁰. No obstante, la reactivación económica gradual en el país impulsó a la baja los niveles de inflación para el mes de agosto de 2020. El FMI prevé una inflación de 0,13% para el Ecuador en 2020, que incrementará a 2,26% en 2021². Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021²¹.

LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La creciente aversión al riesgo y la demanda de activos líquidos durante los primeros meses de 2020, desplomaron los principales índices bursátiles a niveles similares a los de la crisis financiera de 2009 y causaron una salida masiva de capitales en la región de América Latina²¹. Las perspectivas favorables en cuanto a la evolución del coronavirus en ciertos países desarrollados y las políticas de reactivación económica impulsaron la mejora en los índices accionarios a partir del mes de abril, alcanzando en el segundo trimestre del año el mejor desempeño desde 1998. Los efectos de la crisis y de las políticas monetarias expansivas también se evidencian en la volatilidad de las monedas, con una depreciación de aquellas pertenecientes a economías emergentes, y una apreciación real del dólar estadounidense, el yen y el euro²¹.

MERCADOS FINANCIEROS	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	julio 2020	27.141	-0,95%	8,91%
Especies monetarias en circulación	julio 2020	18.016	-1,06%	13,37%
Depósitos a la vista	julio 2020	9.044	-0,73%	1,05%
Liquidez total (M2)	julio 2020	59.498	0,18%	8,81%
Captaciones a plazo del sistema financiero	julio 2020	32.357	1,14%	8,73%
Colocaciones del sistema financiero	julio 2020	44.300	-0,13%	4,93%
Reservas internacionales	agosto 2020	3.258	7,17%	-14,46%
Reservas bancarias	agosto 2020	5.965	3,43%	23,09%
TASAS REFERENCIALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	TASA (%)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Tasa activa referencial	septiembre 2020	9,02%	-0,01%	0,37%
Tasa pasiva referencial	septiembre 2020	6,36%	-0,01%	0,38%
Diferencial de tasas de interés	septiembre 2020	2,66%	0,00%	-0,01%

Tabla 8: Evolución de indicadores financieros en Ecuador (última fecha de información disponible).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

¹⁸ Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, agosto). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo Telefónica*.

¹⁹ El Universo. (2020, agosto). *227.037 personas menores de 40 años perdieron sus empleos en Ecuador entre marzo y julio en medio de la pandemia del COVID-19*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/08/09/nota/7936188/empleo-ecuador-2020-desempleo>

²⁰ Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, agosto). *Índice de Precios al Consumidor, agosto 2020*.

²¹ Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantuvo sólida a pesar de la paralización económica a raíz de la crisis sanitaria. Si bien en el mes de marzo se evidenció una contracción asociada a la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, a partir de abril se evidenció una recuperación en los niveles de liquidez. Para julio de 2020 existió un cambio en la estructura de liquidez, evidenciando una recuperación en la confianza de los depositantes y un mayor ahorro.

Las captaciones a plazo del sistema financiero nacional incrementaron sostenidamente durante el último año, lo que permitió a las entidades financieras hacer frente al shock económico relacionado con la paralización de actividades. Si bien las captaciones se redujeron en el mes de marzo, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, a partir de abril se evidenció una recuperación, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Los depósitos a plazo fijo incrementaron en 2,01% entre los meses de junio y julio, mientras que los depósitos de ahorro crecieron en 0,04%, impulsados por el aumento de la tasa pasiva referencial con el objetivo de atraer un mayor monto de depósitos. A pesar de los diversos programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero nacional se redujeron a partir del mes de marzo. Si bien evidenciaron un crecimiento para junio de 2020, para julio se contrajeron nuevamente en función de la menor demanda de crédito. El 23 de marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrán cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia. Asimismo, en abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir los pagos a tenedores de instrumentos de renta fija con aprobación de dos tercios de los votos.

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. El monto de reservas internacionales en agosto de 2020 cubrió en 53,89% a los pasivos monetarios de la entidad y en 54,61% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central⁸.

SECTOR EXTERNO

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit en función de un incremento en las exportaciones no petroleras, que representaron el 61% de las exportaciones totales, asociadas a productos tradicionales, fundamentalmente camarón, así como de menores importaciones, principalmente no petroleras, señal de una mejora productiva a nivel nacional. Los primeros meses de 2020 se caracterizaron por una importante demanda de productos ecuatorianos en mercados internacionales, principalmente asiáticos, lo que impulsó al alza las exportaciones no petroleras. No obstante, la crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y generó problemas en la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador. Durante el segundo trimestre de 2020, las exportaciones no petroleras, que representaron cerca del 82% del total, se redujeron en 21% con respecto al primer trimestre de 2020 y en 27% frente al segundo trimestre de 2019, con menores envíos de camarón, banano, cacao y atún, entre otros. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales y la menor demanda también disminuyeron las importaciones, por lo cual se registró un superávit comercial hasta julio de 2020.

BALANZA COMERCIAL	2017	2018	2019	ENE-JUL 2019	ENE-JUL 2020
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	12.990	11.113
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	5.229	2.716
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	7.760	8.397
Importaciones	19.033	22.106	21.509	12.769	9.584
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	2.504	1.533
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	10.266	8.051
Balanza comercial	59	-478	820	220	1.529
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	2.726	1.184
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	-2.505	346

Tabla 9: Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

SECTOR MANUFACTURA

El sector manufacturero es uno de los principales motores de una economía, ya que se elaboran productos con mayor valor agregado, mayor diferenciación, y menor volatilidad en los precios. La industria de la manufactura depende directamente de la demanda interna y externa, así como del acceso a materias primas y bienes de capital necesarios para la producción, por lo cual es un componente central para el funcionamiento de la economía. Asimismo, el sector manufacturero constituye una de las principales fuentes de empleo. Por esta razón, la tasa de crecimiento de la economía ecuatoriana se encuentra atada al crecimiento de sectores estratégicos como el manufacturero, por lo que un incremento en dicho sector genera un aumento en la productividad nacional. Con la introducción de nuevas y mejores tecnologías, el sector manufacturero afrontó un desarrollo significativo durante los últimos años, y presenta un amplio potencial de crecimiento considerando las oportunidades de diversificación e innovación. En el contexto de la emergencia sanitaria, el sector manufacturero se vio afectado por las interrupciones en las cadenas de suministros y el deterioro en el desempeño financiero. En este sentido, las empresas del sector deberán adaptar sus operaciones a nuevas modalidades de producción para explotar oportunidades generadas a raíz de la crisis.

El sector manufacturero en el Ecuador afrontó un desarrollo importante durante las últimas décadas. A partir del año 2000, el sector mantuvo un crecimiento sostenido, siendo en varios años superior al del crecimiento del PIB Nacional. Para el año 2009, el sector decreció debido a la ralentización de la economía mundial. La tendencia negativa se revirtió enseguida, alcanzando un crecimiento promedio de 4,82% entre 2010 y 2014. No obstante, para 2015 el sector manufacturero afrontó una caída que se profundizó en 2016, como consecuencia de la imposición de salvaguardas a las importaciones, que, por un lado, restringió el acceso a insumos productivos, y, por otro, limitó la demanda de ciertos productos al encarecer los costos de producción y, por ende, los precios. El sector presentó una recuperación a partir de 2017 y alcanzó un crecimiento de 1,50% al cierre de 2019²², evidenciando un mejor desempeño que el promedio de la economía.

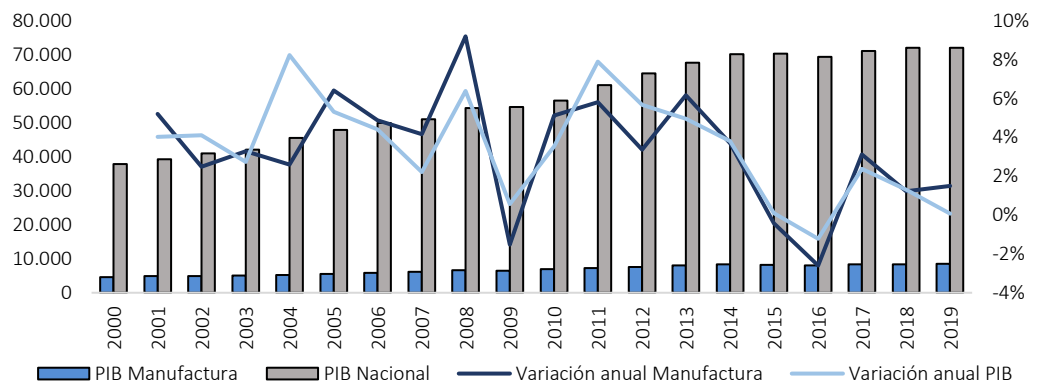


Gráfico 3: Evolución PIB Real (USD millones) y variación anual (%).
Fuente: BCE; **Elaboración:** Global Ratings

Durante 2019 el sector presentó señales de estabilidad. El PIB real del sector manufacturero presentó una tendencia creciente en los primeros tres trimestres del 2019, alcanzando durante el tercer trimestre del 2019 el mejor desempeño de los últimos 5 años. Las industrias manufactureras con mayor dinamismo fueron las de procesamiento y conservación de pescado (9,0%), procesamiento y conservación de camarón (7,2%), elaboración de cacao, chocolate y productos de la confitería (6,6%), y fabricación de sustancias y productos

²² Banco Central del Ecuador. (2020, junio). *Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador Boletín No. 111; 2000.I – 2020.II.*

químicos (6,4%)²³. No obstante, el sector manufacturero fue uno de los más afectados con el paro nacional en octubre de 2019, con pérdidas que alcanzaron los USD 1.080 millones en comparación con 2018. Por este motivo, para el cuarto trimestre de 2019 el PIB del sector presentó una caída trimestral de 1,64%, totalizando los USD 3.462 millones (USD 2.106 millones en términos constantes). Durante el primer trimestre de 2020 la actividad manufacturera se mantuvo estable con respecto al primer trimestre de 2019; pero para el segundo trimestre del año el sector manufacturero presentó una caída interanual de 9,83%, en función de la emergencia sanitaria y su efecto sobre la actividad industrial a nivel nacional. No obstante, actividades manufactureras como la industria alimenticia presentaron un crecimiento durante el segundo semestre de 2020, en respuesta a un crecimiento de la demanda interna.

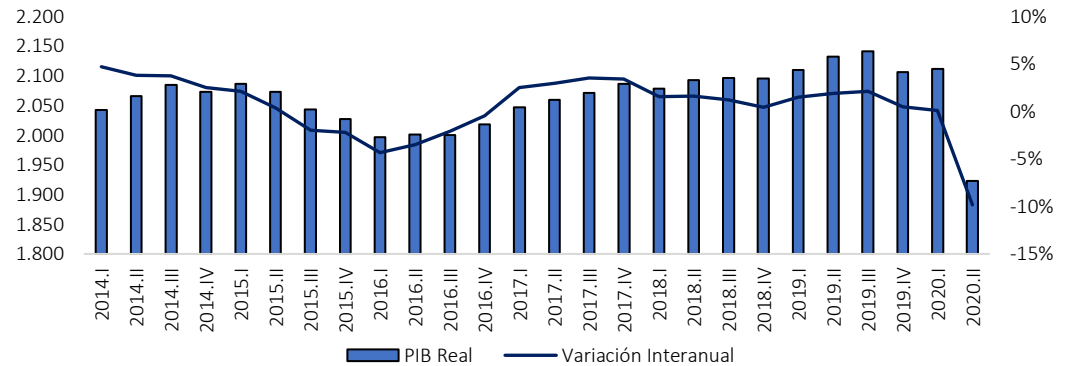


Gráfico 4: Evolución PIB Real Trimestral (USD millones)
Fuente: BCE; Elaboración: Global Ratings

Históricamente, el sector manufacturero ha sido el principal componente del PIB nacional, con excepción de los años 2004 a 2006, en que el sector petrolero ganó una mayor participación debido a la puesta en marcha del Oleoducto de Crudos Pesados que incrementó la capacidad petrolera del país. Al cierre de 2019 el sector manufacturero representó el 13,29% del PIB nacional, porcentaje que ascendió a 13,84% durante el segundo trimestre de 2020. Durante los últimos años la industria manufacturera representó el 20% de las ventas a nivel nacional. A partir del último trimestre de 2019 se evidenció una baja en los niveles de ventas del sector que se mantuvo para el primer semestre de 2020²⁴. Se estima que la paralización económica en el país generará una caída en las ventas del sector de aproximadamente USD 7.112 millones²⁵. De igual manera, la pérdida de dinamismo de las grandes economías de la región, como México y Brasil, las economías industriales más competitivas de la región, ha agravado la situación del mercado nacional, dada la integración en las cadenas de suministro²⁶.

El dinamismo del sector manufacturero de los últimos años y el impacto de la paralización de actividades a causa de la emergencia sanitaria se ven reflejados en las métricas de actividad y producción. Por un lado, el **Índice de Nivel de Actividad Registrada** de las industrias manufactureras alcanzó los 100,08 puntos para julio de 2020, con una caída anual de -1,39% y un alza mensual de 6,01%²⁷. Por su parte, el **Índice de Producción de la Industria Manufacturera** para julio de 2020 alcanzó un valor de 141,57 puntos, cifra que constituye un incremento de 30,15% frente a julio de 2019 y de 4,05% con respecto a junio de 2020. Tras más de cuatro meses desde que se llevó a cabo la paralización total y parcial de las empresas en respuesta a la pandemia, las industrias se han comenzado a acoplar a la nueva normalidad. Entre estas destaca la industria textil que se ha visto beneficiada con la venta de mascarilla de tela.

²³BCE Boletín de Prensa 1339 (Enero, 02)

²⁴Primicias (2020). Los sectores económicos que más y los que menos vendieron en 2019. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ventas-economia-malos-resultados-ecuador/>

²⁵Primicias. (2020, abril). El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/>

²⁶ONUDI (2020, junio). América Latina: ¿Cómo reactivar la manufactura en tiempos de COVID-19?. <https://www.unido.org/stories/america-latina-como-reactivar-la-manufactura-en-tiempos-de-covid-19>

²⁷INEC. (2020, mayo). INA-R. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/>

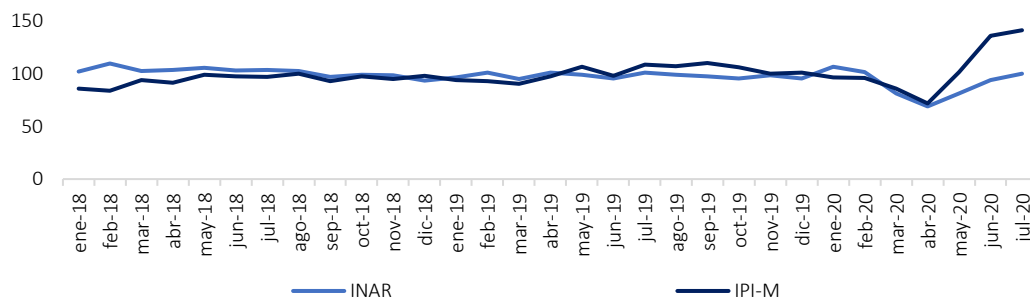


Gráfico 5: Índice de Nivel de Actividad Registrada (INAR – Industrias Manufactureras) e Índice de Producción de Industrias Manufactureras
Fuente: BCE; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto a las condiciones laborales, las actividades de manufactura constituyen uno de los principales generadores de empleo a nivel nacional. Para diciembre de 2019 el sector manufacturero empleó al 10,3% de la población ocupada en el país, convirtiéndolo en el tercer generador de empleo, antecedido por las actividades de agricultura y de comercio. Durante el último año, el porcentaje de población empleada en actividades de manufactura disminuyó, debido principalmente a una mayor eficiencia en los procesos productivos dada la implementación de herramientas tecnológicas. De acuerdo con estimaciones de la Cámara de Industrias, la paralización económica por la emergencia sanitaria podría generar la pérdida de aproximadamente 135 mil empleos en el sector, mientras que las estimaciones del Banco Central del Ecuador señalan una pérdida de 36,70 mil puestos de trabajo en actividades manufactureras entre los meses de marzo y mayo a causa del Covid-19²⁸.

El **Índice de Puestos de Trabajo** de las industrias manufactureras para julio de 2020 se ubicó en 81,50 puntos, con una caída de -10,08% frente a julio de 2019. Esto muestra que en el último año el sector ha disminuido la cantidad de personas que emplea²⁹, en función de las condiciones de actividad y eficiencia. El **Índice de Horas Trabajadas** en las industrias manufactureras alcanzó los 79,17 puntos para julio de 2020, cifra que representa una caída anual de -15,90% pero una recuperación mensual de 3,54%, lo cual va de la mano con la recuperación de la operación y producción del sector. Finalmente, el **Índice de Remuneraciones** del personal ocupado en las industrias manufactureras alcanzó los 108,53 puntos en julio de 2020, cifra que representa un incremento de 2,00% con respecto a julio de 2019, pero una caída de -2,04% frente a junio de 2020, lo cual resalta el deterioro en las condiciones laborales dada la realidad de mercado actual.

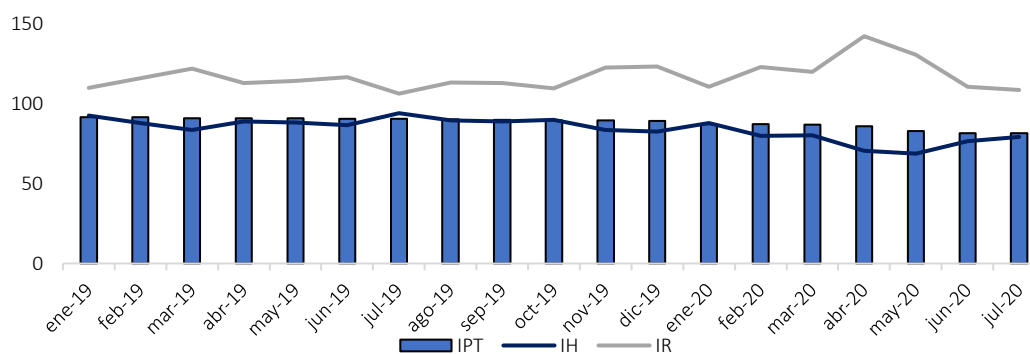


Gráfico 6: índice de puestos de trabajo, Índice de horas trabajadas e Índice de remuneraciones.

Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al financiamiento del sector, durante el segundo trimestre de 2020, 10% de las empresas que operaron en actividades de manufactura demandaron nuevos créditos al sistema financiero. Del total de empresas grandes con actividades en la industria manufacturera, 18% demandaron crédito durante el segundo trimestre de 2020, en comparación con el 6% de las pequeñas y medianas empresas y el 2% de las microempresas. Estos nuevos créditos se destinaron en un 81% a capital de trabajo, en 1% a inversión y adquisición de activos, y en 13% para reestructuración y pago de deudas. De las empresas de las industrias manufactureras que no demandaron crédito durante el segundo trimestre de 2020, el 30% no lo hizo porque

²⁸ Banco Central del Ecuador. (2020, agosto). Evaluación impacto macroeconómico del Covid-19 en la economía ecuatoriana.

²⁹ INEC. (2019, junio). IPT-IH-IR. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/puestos-de-trabajo-horas-trabajadas-y-remuneraciones/>

la empresa se financia con fondos propios, el 23% debido a que no existió necesidad de financiamiento, el 22% porque la empresa ya posee un crédito vigente, el 14% debido al entorno económico nacional, el 6% porque la actual situación del negocio no le permite solicitar un crédito, y el 5% restante por otros motivos.

Para el final de 2019 el total de créditos otorgados dentro de la industria manufacturera fue de USD 4.307 millones, monto que representa el 15,82% del total de créditos otorgados en todo el sector productivo del país (USD 27.228 millones). Esta cifra representa un aumento de USD 250 mil en el monto de crédito otorgado al sector, en comparación con 2018. Sin embargo, en términos porcentuales, desde el año 2016 existió una tendencia negativa en la proporción de crédito frente al total otorgado al sector productivo. Entre enero y junio de 2020 el crédito otorgado al sector manufacturero fue de USD 1.878 millones, monto que representa el 16,1% del crédito total otorgado por el sistema financiero y que representa una caída de -12,94% frente al mismo periodo de 2019.

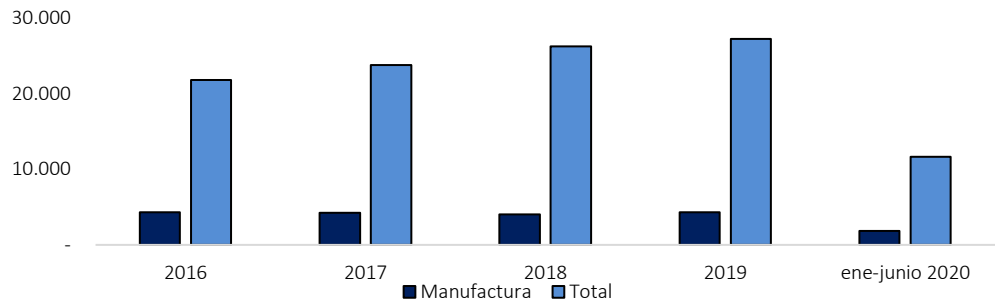


Gráfico 7: Volumen de crédito (USD millones)

Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

En general, las barreras de entrada a la industria manufacturera son moderadas, considerando las necesidades de capital para adquirir maquinaria y materia prima que permitan desarrollar los productos elaborados, a un nivel competitivo en comparación con los demás participantes del mercado. Adicionalmente, los grandes participantes en las actividades de manufactura disfrutaban de economías de escala, así como mejores tecnologías y procesos más desarrollados, que les permiten producir en mayor cantidad y a costos más bajos. No obstante, existe un amplio potencial de diferenciación en las diversas actividades de manufactura, lo cual presenta una oportunidad para nuevos participantes en la industria. Las regulaciones y normativa gubernamental también constituyen una barrera de entrada, debido a que existen requerimientos y procedimientos específicos que se exigen a las empresas dentro del sector manufacturero.

La industria manufacturera depende en gran medida del acceso a materia prima y a bienes de capital para la producción, por lo cual las relaciones con los proveedores son fundamentales. Por un lado, la oferta de materia prima es altamente inelástica, debido a la característica perecible de los productos. Por lo tanto, su capacidad de negociación con respecto a precios es baja, por lo cual las empresas manufactureras tienen relativamente alto control con respecto a los precios que pagan a sus proveedores. Por lo contrario, los bienes de capital provienen, en su mayoría, del extranjero, por lo cual las empresas de manufactura dependen altamente de las condiciones de compra y venta en mercados internacionales. Por otro lado, debido a la cantidad de oferta de productos diversificados en la industria de manufactura, los compradores tienen un alto poder de negociación, por lo cual las empresas productoras deben buscar ajustarse a las condiciones de los clientes.

En cuanto a la competencia, de acuerdo con el último Directorio de Empresas del INEC, existen alrededor de 75.365 empresas que operan en 23 distintas actividades de manufactura. De estas, el 90,69% son microempresas, 6,73% fueron empresas pequeñas, y el resto se dividen entre empresas grandes y medianas³⁰. De acuerdo con el último Censo Nacional Económico, las empresas de manufactura se concentran en la región de la Sierra, y se ubican principalmente en la provincia de Pichincha, con aproximadamente 19.936 empresas. Es importante mencionar que las empresas más grandes de la industria manufacturera controlan gran parte de la producción y ventas del mercado. No obstante, se debe considerar que, debido a la naturaleza de las actividades, el grado de competencia difiere en cada una de las empresas específicas.

³⁰ INEC. (2017). Directorio de Empresas 2017. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/directoriodeempresas/>

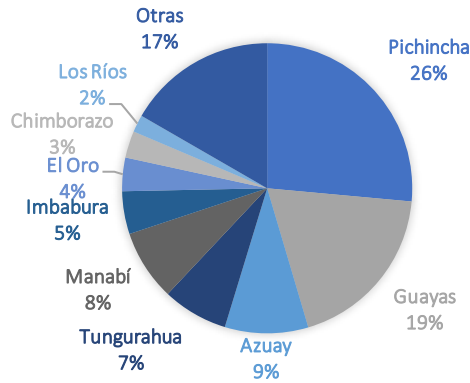


Gráfico 8: Número de empresas en la industria manufacturera por provincia.
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene un posicionamiento adecuado dentro del segmento de mercado en el que opera.

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Segunda Emisión de Obligaciones de AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A., como empresa dedicada a la comercialización de equipos de audio y video, a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.

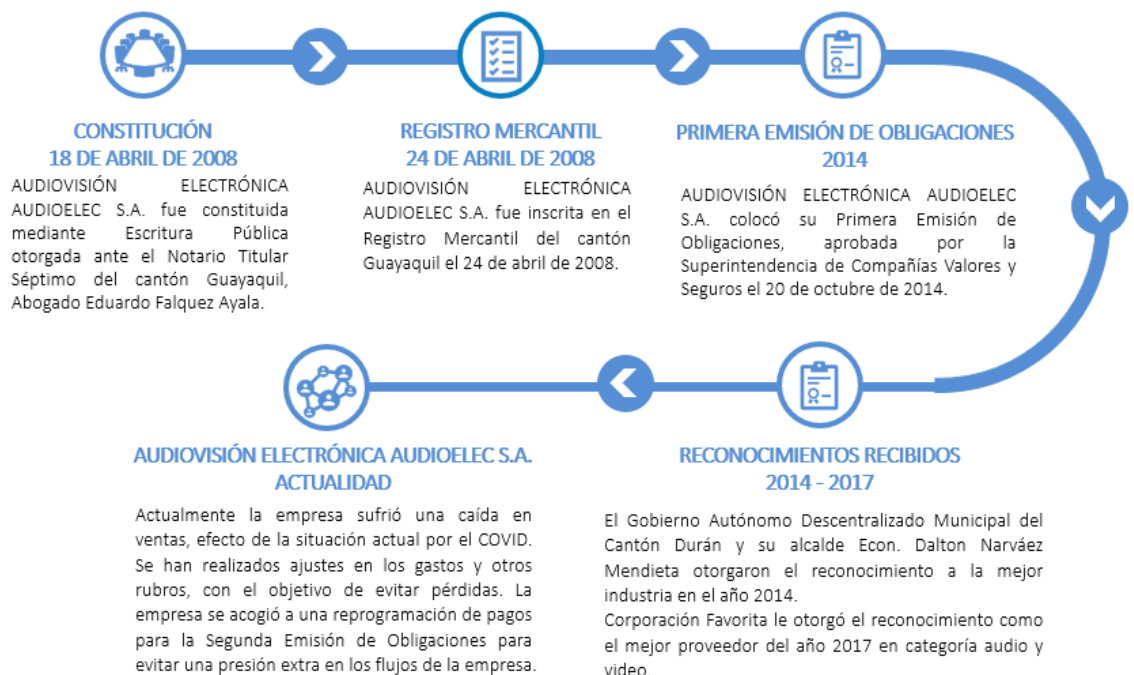


Gráfico 9: Historia de la compañía
Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

La actividad principal de la compañía está basada en el ensamblaje de equipos de audio-video, celulares y tarjetas electrónicas, son pioneros en el ensamblaje tecnológico en el país. Cuentan con una moderna planta

industrial ubicada en el Km. 4 Vía Durán - Tambo, que tiene 5 líneas de ensamblaje de televisores LEDS, 3 líneas de ensamblaje para celulares y una línea SMT de inserción, con las que actualmente mantienen una capacidad de producción eficiente para cubrir el mercado nacional y extranjero.

Adicionalmente, tienen laboratorios de prueba y de control de calidad, equipos y herramientas de última tecnología. El staff de colaboradores está compuesto de técnicos en electrónica e ingenieros especializados que permanentemente están actualizándose dentro y fuera del país.

Esta empresa nace con sus propios pilares, cuya misión es: "Asegurar la satisfacción de nuestros clientes a través de la innovación en el ensamblaje de productos electrónicos, logrando altos estándares de calidad y brindando servicios acordes a sus necesidades." La visión es: "Mantener el liderazgo en el ensamblaje de equipos electrónicos a nivel nacional y ser el mejor referente para marcas internacionales basadas en el uso de tecnología de punta y personal altamente calificado."

A la fecha del presente informe, la compañía cuenta con un capital social de USD 7.896.632 con acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que éstos están comprometidos, hecho que se refleja en la fortaleza patrimonial que ha mantenido la compañía históricamente, al igual que con los accionistas quienes son los mismos quienes llevan la administración de la empresa. Adicionalmente, la empresa no cuenta con una política definida sobre dividendos, y se reinvierte el 100% de la utilidad luego de impuestos. El no reparto de utilidades denota compromiso con la empresa.

AUDIOVISIÓN ELECTRONICA AUDIOELEC S.A.			
	PAIS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Charrabe Kasandji Teofilo	Venezuela	3.316.587,00	42,00%
Li Xinqiang	China	3.316.585,00	42,00%
Polmexym S.A.	Ecuador	631.730,00	8,00%
Haz Villagran Antonio Arturo	Ecuador	631.730,00	8,00%
Total		7.896.632,00	100,00%
POLMEXYM S.A.			
	PAIS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Intriago Puga Judith María	Ecuador	799,00	99,875%
Palacios Hoyos Jimmy Fabricio	Ecuador	1,00	0,125%
Total		800,00	100,00%

Tabla 10: Estructura accionarial hasta la persona natural.

Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Las personas naturales que en definitiva conforman la compañía se muestran con amplia trayectoria empresarial, evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueñas.

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Servicio de Mantenimiento y Reparación Motorcycleservi S.A.	Haz Villagran Antonio Arturo	Accionariado	Activa
Corporación Jadal JADALCOR C.L.	Haz Villagran Antonio Arturo	Accionariado Administración	Activa
LAMEGARADIO S.A.	Hoyos Castro Yolanda María	Accionariado Administración	Activa

Tabla 11: Compañías relacionadas por administración y/o accionariado

Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

El gobierno de la compañía corresponde a la Junta General, que constituye su órgano supremo. La administración de la compañía se ejecuta a través del Gerente General y del Presidente de acuerdo con los términos que se indican en los estatutos. La Junta General está integrada por los accionistas, legalmente convocados y reunidos. Son atribuciones de la Junta General: nombrar y remover al Presidente y Gerente General y fijar su remuneración, conocer y aprobar anualmente el Balance General y el Estado de Pérdidas y Ganancias, resolver sobre el aumento y disminución de capital, entre otras atribuciones mencionadas en los estatutos. Es atribución del Gerente General ejercer individualmente la representación legal, judicial y extrajudicial de la compañía.

La empresa dispone de un equipo de personas, cuyos principales funcionarios poseen amplia experiencia y competencias adecuadas en relación con sus cargos, además, en algunos casos, el tiempo que llevan trabajando para la empresa ha generado una sinergia de trabajo.

PRINCIPALES EJECUTIVOS	NOMBRES Y APELLIDOS	TIEMPO EN CARGO
Presidenta	Yolanda María Hoyos Castro	10 años
Gerente General	Antonio Arturo Haz Villagrán	10 años
Gerente Administrativo Financiero	Tito Enrique Andrés Benites Quintero	2 años

Tabla 12: Principales ejecutivos

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Hasta la fecha del presente informe, AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. no tiene implementadas prácticas de buen Gobierno Corporativo. Sin embargo, la compañía opera en función de su administración, la misma que mantiene reuniones frecuentes donde se analiza la situación de la empresa en cuanto a presupuestos, productividad y demás indicadores de relevancia para el negocio.

Actualmente la compañía mantiene un departamento de auditoría interna, tiene las siguientes funciones:

- Verificar que los controles definidos para los procesos y actividades de la organización se cumplan por los responsables de su ejecución y en especial, que las áreas o empleados encargados de la aplicación del régimen disciplinario ejerzan adecuadamente esta función.
- Comprobar que los controles asociados con todas y cada una de las actividades de la organización estén adecuadamente definidos, sean apropiados y se mejoren permanentemente, de acuerdo con la evolución de la entidad.
- Velar por el cumplimiento de las leyes, normas, políticas, procedimientos, planes, programas, proyectos y metas de la organización y recomendar los ajustes necesarios.
- Servir de apoyo a los directivos en el proceso de toma de decisiones, a fin de que se obtengan los resultados esperados.
- Confirmar los procesos relacionados con el manejo de recursos, bienes y los sistemas de información de la entidad y recomendar los correctivos que sean necesarios.
- Fomentar la formación de una cultura de control que contribuya al mejoramiento continuo en el cumplimiento de la misión institucional.
- Mantener permanentemente informados a los directivos acerca del estado del control interno dentro de la entidad, dando cuenta de las debilidades detectadas y de las fallas en su cumplimiento.
- Verificar que se implementen las medidas respectivas recomendadas.

La empresa dispone de un equipo de personas cuyos principales funcionarios cuentan con amplia experiencia y competencias adecuadas en relación con sus cargos; además, en algunos casos, el tiempo que llevan trabajando para la empresa ha generado una sinergia de trabajo. A la fecha del presente informe, la compañía contó con un total de 107 empleados. Dentro de su personal, la compañía cuenta con 3 personas con capacidades limitadas. No existen sindicatos ni comités de empresa.

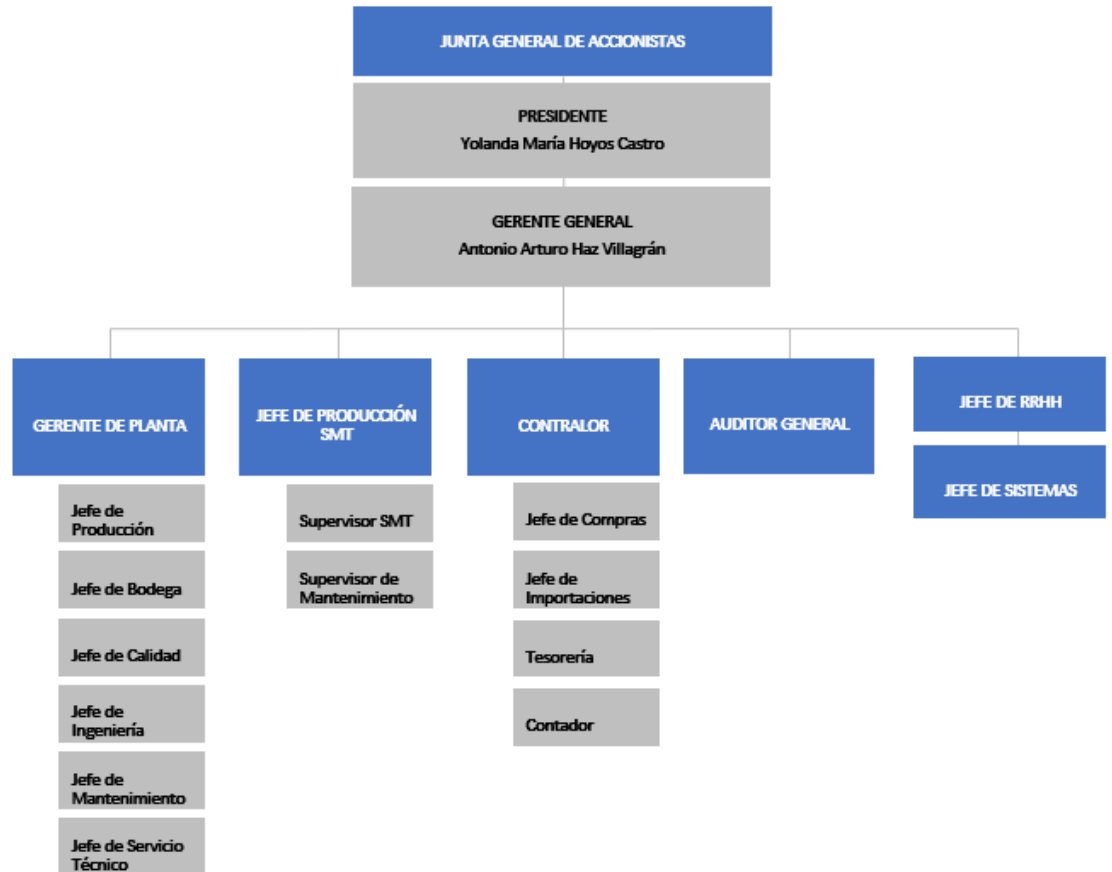


Gráfico 10: Organigrama

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Desde el año 2017, AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. comenzó a implementar estrategias de cambios para la marca RIVIERA, comprando los CKD en una de las más grandes fábricas posicionadas entre las dos primeras a nivel internacional. Esta estrategia, ha colocado actualmente a la empresa como la número uno en venta de unidades en el mercado ecuatoriano.

La empresa consideró oportuno, para mantener un crecimiento sostenido, más que invertir en publicidad en medios, tomar la decisión de formar un equipo muy profesional y suficiente de promotores que cubran todo el país, en los puntos de venta de sus clientes (cadenas de electrodomésticos y supermercados).

Algunas de las estrategias mantenidas a la fecha del presente informe, y en respuesta a la situación actual, se detallan a continuación:

Estrategias de Productos:

- Nuevos modelos de TV con mejoras en aplicaciones

Estrategias de Canales de Distribución

- Focalización de activaciones en cadenas de retail, especialmente, en las de mayor tráfico de clientes finales
- Incremento en las ventas del canal Mayorista

Estrategias de Precios

- Mejorar el precio del producto final
- Incremento del plazo de días de crédito

Estrategias de Promociones

- Estamos en conversaciones con los clientes para realizar en conjunto promociones especiales para la temporada de Black Friday y Navidad/Fin de año.

Con la finalidad de mantener un adecuado manejo de su información la compañía dispone de diversos sistemas de información, entre los que destaca el sistema ERP llamado SAP, su proveedor es ECUATECXIS S.A.

Con todo lo expuesto anteriormente, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Números 3 y 4, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han afirmado en el tiempo.



Gráfico 11: Planificación estratégica

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

La compañía está comprometida con la satisfacción y creación de valor para sus accionistas, clientes, empleados y proveedores, a través del mejoramiento continuo del sistema integrado, medio ambiente, calidad y seguridad laboral en base a la revisión periódica de sus objetivos; asegurando su adecuación a los requerimientos de la legislación vigente aplicable y otros que voluntariamente sean adoptados para sus productos y operaciones de ensamble de equipos electrónicos.

La elevada capacidad tecnológica y una creciente reputación, ha permitido a la empresa ser considerada por marcas de prestigio mundial como Sony Inter-American S.A., la cual le encargó la responsabilidad de ensamblar sus televisores para el mercado local y latinoamericano. Sony a nivel mundial tiene certificadas 8 plantas a las cuales encarga el ensamblaje de sus productos, siendo AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. el número tres en América Latina y la octava en el mundo.

La administración está muy enfocada en mantener óptimos niveles de eficiencia y calidad para atraer más clientes de la magnitud de Sony Inter-American S.A., la cual, teniendo elevados estándares de calidad con alcance internacional, así como de una permanente preocupación por el cuidado del medio ambiente, se constituye en el mejor referente y aval para su imagen corporativa y respaldar su crecimiento sostenido. Es por esto por lo que la compañía mantiene vigente un procedimiento de control de calidad, elaborado por el jefe de calidad, revisado por el gerente de planta y aprobado por la gerencia general, donde se identifican procedimientos y responsables para cada etapa del proceso.

Actualmente se encuentran en proceso de obtener las certificaciones ISO 9001 y OHSAS 18001, reconocimientos que garantizarían los adecuados procesos operativos y de salud y seguridad ocupacional.

La compañía ha obtenido los siguientes reconocimientos por su excelente desempeño:

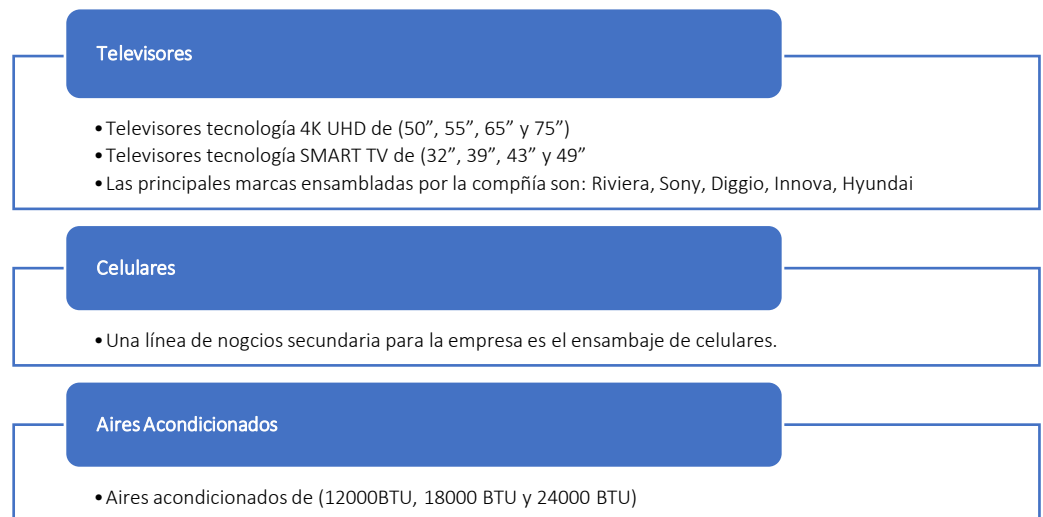
- El Gobierno Autónomo Descentralizado Municipal del Cantón Durán y su alcalde Econ. Dalton Narváez Mendieta otorgaron el reconocimiento a la mejor industria a AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. en el año 2014.

- La asociación de comunicadores sociales, periodistas profesionales y afines del Ecuador ASO.CO.PE otorgó, a la empresa AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A., una placa de reconocimiento Institucional al "MERITO INDUSTRIAL"
- Corporación Favorita le otorgó el reconocimiento como el mejor proveedor del año 2017 en categoría audio y video.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el Servicio de Rentas Internas, no registra obligaciones patronales enorme con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y presentó un certificado del Buró de Crédito, el cual denota que la compañía se encuentra al día, y no registra valores vencidos, con el sistema financiero, adicionalmente no registra demandas judiciales por deudas ni registra cartera castigada. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

NEGOCIO

AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. es una empresa dedicada al ensamblaje de equipos de audio-video, celulares y tarjetas electrónicas, pioneros en el ensamblaje tecnológico en el país. Las principales líneas de productos y servicios son:



La elevada capacidad tecnológica y su creciente reputación, ha permitido a la empresa ser considerada por marcas de prestigio mundial como Sony Inter-American S.A., la cual le encargó la responsabilidad de ensamblar sus televisores para el mercado local y latinoamericano.

Pese a que la multinacional Sony bajo drásticamente su producción local, por temor a las decisiones gubernamentales, sigue ensamblando con la empresa en menor proporción, sin embargo, se debe destacar que este hecho no afectó a la compañía puesto que, siempre para el control de resultados se aparta lo que se percibe por este concepto, basando sus resultados para cubrir sus costos y mantener el margen de ganancia, en el crecimiento sostenido de la marca RIVIERA. Adicionalmente ya desde el segundo semestre de 2018 se están ensamblando nuevamente 4 marcas locales que mantienen importantes unidades, pues tienen su propio canal de distribución.

La compañía se maneja con una estrategia de precios orientadas a la competencia. La idea principal de ésta es transmitir una imagen de calidad o exclusividad a sus clientes.

POLÍTICAS PRINCIPALES

Con respecto a las políticas de crédito:

- Se otorga crédito de 60- 90- 120 días a los clientes en la compra de los productos.
- Les otorgan crédito de 60- 90- 120 días sus proveedores de servicios y materia prima.

La compañía no espera hacer inversiones significativas en el mediano plazo en lo que respecta a infraestructura productiva, siendo que estas inversiones en infraestructura y tecnología se financian en su totalidad con fondos de largo plazo. Básicamente su requerimiento principal de financiamiento es para capital de trabajo y sustitución de pasivos. La empresa tiene como política, no endeudarse más del 70% de los activos totales.

Sus principales fuentes de financiamiento son:

- Préstamos con entidades financieras del Ecuador a corto plazo.
- Colocación de obligaciones en el mercado de valores.
- Crédito directo con los proveedores locales y del exterior.

Dentro de sus políticas con el objetivo de reducir el riesgo de pérdidas en sus operaciones, AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. mantiene vigentes pólizas de seguros.

PÓLIZAS VIGENTES	MONTO (USD)	COMPAÑÍA ASEGURADORA	FECHA DE VENCIMIENTO
Edificios e Instalaciones (Incendio)	5.448.384	VAZ Seguros	28/08/2021
Mercaderías (Incendio)	9.000.000	VAZ Seguros	28/08/2021
Maquinaria (Incendio)	9.398.679	VAZ Seguros	28/08/2021
Muebles, encerres y equipos de oficina. (Incendio)	179.898	VAZ Seguros	28/08/2021
Mercaderías (transporte)	1.000.000	VAZ Seguros	28/08/2021
Efectivo (transporte)	10.000	VAZ Seguros	28/08/2021
Vehículos	26.500	VAZ Seguros	28/08/2021
Fidelidad	30.000	VAZ Seguros	28/08/2021
Lucro Cesante	12.453.286	VAZ Seguros	28/08/2021
Robo y Asalto	410.000	VAZ Seguros	28/08/2021
Responsabilidad Civil	50.000	VAZ Seguros	28/08/2021
Rotura de Maquinaria	1.000.000	VAZ Seguros	28/08/2021
Equipo y Maquinaria	102.053	VAZ Seguros	28/08/2021
Equipo Electrónico	47.309	VAZ Seguros	28/08/2021

Tabla 13: Detalle de pólizas de seguros.

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

CLIENTES

La empresa atiende a mercados privados como son cadenas de distribución y mayoristas. La empresa tiene diversificada su cartera de clientes manteniendo un riesgo bajo, dado que producen bajo pedido.

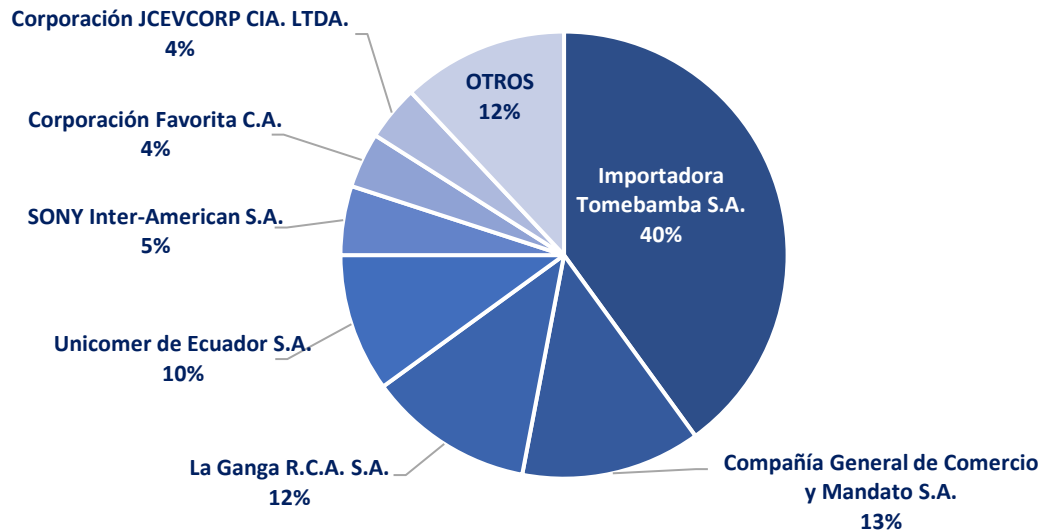


Tabla 14: Principales Clientes.

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; Elaboración: GlobalRatings

CADENA DE SUMINISTROS

Los principales proveedores de la compañía son:

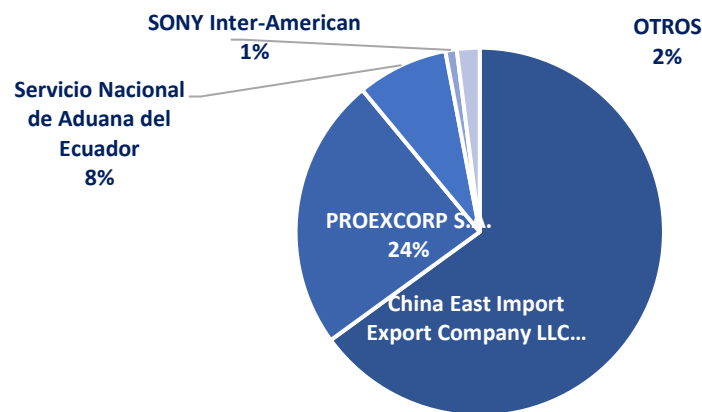


Tabla 15: Principales Proveedores.

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; Elaboración: GlobalRatings

POSICIÓN COMPETITIVA

AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. cataloga a sus competidores de acuerdo con las diferentes marcas que existen en el mercado. En el caso puntual de la empresa, comercializan las marcas Riviera y Sony, las cuales mantienen el 17% y 1%, respectivamente, de participación de mercado. La composición del mercado de Televisores, para julio del 2020, se compuso de la siguiente manera:

PARTICIPACIÓN DE MERCADO POR MARCA	PARTICIPACIÓN
RIVIERA	17%
SAMSUNG	17%
PRIMA	14%
LG	12%
TCL	10%
INNOVA	7%
INDURAMA	6%
ZITRO	3%
SONY	1%
DEAWOO	1%
OTROS	12%
TOTAL	100%

Tabla 16: Detalle de Participación de Mercado (Julio 2020).

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

Los ingresos de la compañía provienen de la venta de sus tres principales líneas de negocio: televisores, celulares y aires acondicionados. Adicionalmente la empresa tiene líneas secundarias, como: repuestos, empaques y servicio técnico. La empresa califica sus ventas de acuerdo con cada una de estas, siendo la más relevante la línea de televisores, que para julio de 2020 representó el 99% de las ventas. Cabe recalcar que dada la situación actual por el COVID-19, líneas como la de celulares han perdido participación, y la línea de televisores ha mantenido a la empresa en pie.

A finales de 2016 AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. firmó un acuerdo con la multinacional Hisense, fabricante mundial de electrónica con sede en China. La alianza comercial permite la importación de partes para la producción de televisores con mejor tecnología con la intención de crecer en ventas, fortaleciendo de esta manera la marca nacional Riviera y optimizando los costos de los productos ensamblados nacionalmente.

Para el año 2017 las ventas alcanzaron un valor de USD 52,46 millones. La empresa mantenía una tendencia creciente, la cual se puede evidenciar en los ingresos, proveniente de la introducción de la línea de aire acondicionado, mayores ingresos percibidos por servicios y el potenciamiento de la marca Riviera. A diciembre 2018 la tendencia creciente se acentuó, presentando un crecimiento del 35,46% con respecto al 2017, coherente con mayores ventas de acuerdo con la realidad del año del mundial (estacionalidad en la venta de televisores).

Para el año 2019, la empresa registró una caída del orden del 31% en sus ventas. De igual manera para julio de 2020 se registró una caída en ventas del orden de 18,09% (frente a julio de 2019), efecto de la situación externa causada por la pandemia. El menor movimiento de comercio y menor poder adquisitivo en la población resultó en una baja en la demanda de productos electrónicos de este tipo, generando dicho comportamiento.

El costo de ventas presentó una tendencia decreciente durante el periodo 2017 - 2019 (en términos porcentuales), coherente con la alianza comercial con Hisense y el potenciamiento de la marca Riviera. De esta manera el costo de ventas pasó de representar el 85,29% en el 2017, a 84,47% en 2018 y para 2019 registró un valor de 84,36%. Fruto de este comportamiento, la empresa logró potencializar el margen bruto para este periodo.

Al 31 de julio de 2020, el costo de ventas de la empresa totalizó USD 14,46 millones y representó el 78,99% de los ingresos, siendo menor al registrado en julio de 2019 (USD 20,34 millones y representó el 91,00% de los ingresos totales) comportamiento que va atado a la composición de sus ventas.

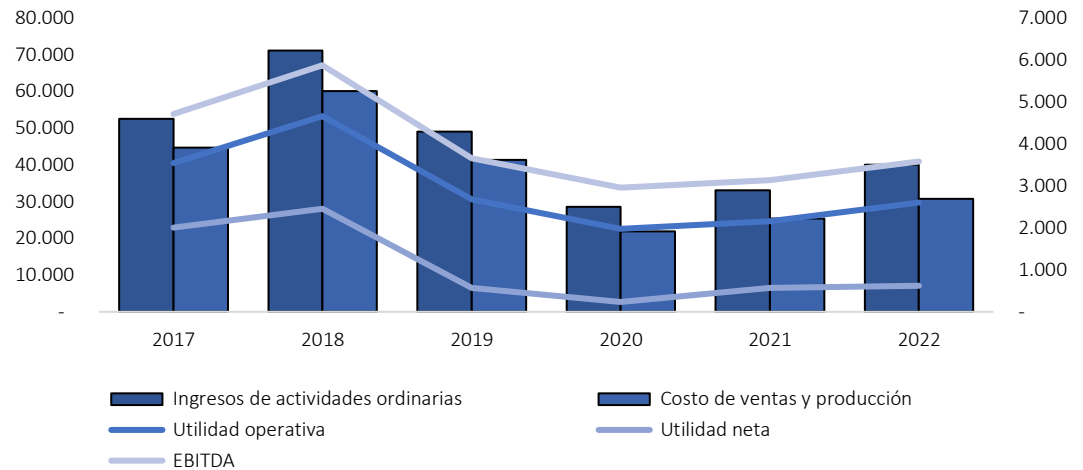


Gráfico 12: Estado de Resultados.

Fuente: AUDIOVISIÓN Y ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Las proyecciones en ventas estiman que habrá una caída del orden de -42% para el cierre del 2020, en función de las condiciones de mercado que contraen la actividad económica y la capacidad adquisitiva de la población. A medida que la economía se recupere en los próximos años, se estima que habrá crecimientos del orden de 16% y 21% para los años 2021 y 2022, respectivamente. Sin embargo, la empresa ha mostrado habilidad para ajustarse a las condiciones externas y registrar valores positivos en los resultados de cada año, lo cual se estima mantener en el periodo futuro.

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

La consecuencia lógica del incremento en las ventas de 2018, hasta alrededor de USD 71 millones y la optimización del costo de ventas fue la presencia de un margen bruto que presentó una participación sobre las ventas superior al presentado en los años anteriores (14,71% en 2017 y 15,89% en 2018). Esta relación varió positivamente para el cierre del 2019, donde ante la optimización de costos de ventas se registró un margen bruto con una participación de 15,64%. Sin embargo, aunque los esfuerzos de la compañía por optimizar su estructura de costos se hayan reflejado en la participación del margen bruto, en términos monetarios el margen bruto sufrió una importante caída. Este pasó de USD 11,04 millones en 2018 a USD 7,68 millones en el 2019, es decir una caída del orden de -30,45%

Por otro lado, los gastos operacionales presentan una mayor participación sobre las ventas totales, pasando de representar 7,96% en 2017, 8,97% en 2018 y 10,20% en 2019, lo que obedece a mayores gastos de servicios de asesoría y gestión y mayores sueldos y beneficios, es importante denotar que entre los principales gastos operativos destacan los gastos de personal y publicidad. El incremento entre 2017 y 2018 obedece principalmente a un incremento de USD 1,03 millones en gastos de servicios de asesoría y gestión.

Una comparación de los resultados interanuales entre julio 2019 y julio 2020 demuestra que, existió un importante recorte en gastos operativos de año a año (del orden de 27,40%), impulsados principalmente por la crisis del COVID-19. Para julio de 2020 los gastos operativos registraron un valor de USD 3,32 millones (18,16% sobre las ventas), mientras que para julio de 2019 habían registrado un valor de USD 4,58 millones (20,49% sobre las ventas). Este recorte se presentó principalmente en salarios, servicios de mantenimiento y en recortes de personal.

Dadas los esfuerzos por optimizar las estructuras de costos y de gastos, la empresa evidenció un margen operativo mayor para julio de 2020 (frente a julio de 2019). La empresa en el periodo histórico mantuvo un margen operativo de 6,25%, en junio de 2019 la empresa registró una pérdida operativa de -USD 2,57 millones, que pudieron recuperar con la ayuda de ingresos no operativos. Sin embargo, para julio 2020, la empresa registró una utilidad operativa de USD 523 mil y utilidad neta de USD 470 mil (234% mayor a la del

2019), mostrando así la habilidad de la empresa de mantener resultados positivos sin importar la situación externa.

En cuanto a los gastos financieros, éstos se han mantenido en niveles inferiores al 4% de las ventas durante el periodo analizado. Fruto de lo anterior se evidenció una utilidad neta fluctuante, pasando de una utilidad de 3,83% del total de las ventas en 2017 a 1,16% en 2019. Los gastos financieros en el periodo interanual mantuvieron un comportamiento similar, con una participación del 5%, efecto de las deudas de corto plazo adquiridas por la empresa para capital de trabajo.

Los gastos operativos se esperan contraer para el cierre del 2020, efecto del escenario estresado por el COVID-19, lo cual ha obligado a la empresa a realizar recortes en ciertos rubros como remuneraciones y arrendamientos. Sin embargo, para el 2021 y 2022, cuando los niveles de venta vuelvan a subir, los gastos tendrán nuevamente un crecimiento alcanzando niveles similares a los que manejaban en el periodo histórico. En cuanto a los gastos financieros, estos mantendrán niveles similares a los históricos, dado que la deuda con costo no fluctuará de mayor manera y generará un similar gasto. Esto resultará en márgenes positivos, pero menores frente al histórico, para el periodo futuro.

CALIDAD DE ACTIVOS

Dado el giro de negocio de la compañía y las características de la industria en la que opera, el grueso de los activos se concentra en tres cuentas principales: cuentas por cobrar comerciales correspondientes a créditos otorgado a clientes, inventarios que corresponden a las existencias mantenidas para la venta y propiedad, planta y equipo que corresponde a diferente maquinaria y equipos utilizadas para la operación de la empresa. Por lo tanto, al 31 de julio de 2020, el 75% del activo total se condensó en estos tres rubros.

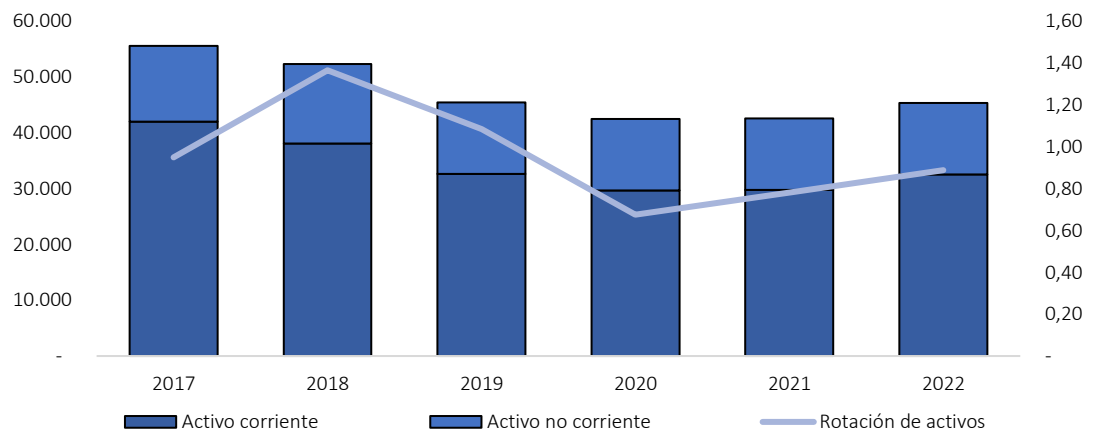


Gráfico 13: Evolución del activo.

Fuente: AUDIOVISIÓN Y ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **ELABORACIÓN:** GlobalRatings

Los activos están conformados principalmente por cuentas por cobrar comerciales (26% del total de activos en 2018 y 39% a 2019), inventarios (32% del total de activos en 2018 y 17% a 2019) y propiedad, planta y equipos (26% del total de activos en 2018 y 25% en 2019).

La tendencia del activo fue a la baja durante el periodo analizado (2017 - 2019), producto de menores inventarios y cuentas por cobrar, coherente con las menores ventas registradas. En el año 2017 el activo corriente alcanzó USD 41,68 millones, efecto del incremento en las cuentas por cobrar comerciales, las cuales registraron un valor de USD 16,48 millones en 2017, con una participación de 28,72%.

A diciembre de 2018 el activo total de la compañía decayó en USD 3,16 millones por la baja en los activos corrientes frente a 2017, efecto del decremento en las cuentas por cobrar comerciales e inventarios. Adicionalmente, destaca una estabilidad en el activo no corriente, compuesto principalmente por el rubro propiedad, planta y equipos. El activo se encuentra financiado mayoritariamente por proveedores, que no genera gasto financiero. La mencionada disminución del activo corriente fue fruto de la venta de producto

terminado, coherente con el efecto cíclico por el año del mundial de fútbol. Para 2018 el activo corriente representó el 72,82% del total de activos (69% de los activos totales para enero 2019).

El análisis interanual delata un decremento del orden del -6,20% para julio de 2020, concentrado específicamente en los activos corrientes, donde existió una disminución del -4,43% frente a julio 2019. Se evidenció una baja por USD 5,00 millones en cuentas por cobrar comerciales.

Las cuentas por cobrar comerciales mantienen un comportamiento coherente con la evolución del negocio, sin embargo, a diciembre de 2018, a pesar del incremento de las ventas, las cuentas por cobrar comerciales disminuyen, evidenciando que como estrategia de la compañía se ha optado por realizar operaciones de factoring con el Banco Guayaquil - Favorita, evidenciando una menor cartera (-17,41% con respecto a diciembre 2017) a pesar de contar con ventas muy superiores a la del año anterior. Para 2019 se evidencia un crecimiento en la cartera, de 31% frente al año previo, producto de mayores ventas y menos operaciones de factoring. Para el 2019 la empresa registró el valor de cuentas por cobrar más alto del periodo, sin embargo, para julio de 2020 este se contrae de manera importante, registrando un valor de USD 13,67 millones (-30% frente al cierre del 2019). Dicha baja se da por la caída de ventas (producto de la pandemia), y por una mayor recuperación de cartera.

Un análisis del rubro entre el cierre del 2019 y julio de 2020 refleja una caída de USD 4,16 millones, producto de las menores ventas registradas. La compañía cuenta con una provisión para incobrables por USD 86.502.

ANTIGÜEDAD CARTERA	2019	%	JULIO 2020	%
Por vencer	7.006,361	39%	4.397,393	32%
Vencidas 1 a 30 días	3.840,940	22%	1.062,312	8%
Vencidas 31 a 60 días	1.504,412	8%	1.752,195	13%
Vencidas 61 a 90 días	1.225,973	7%	1.061,604	8%
Vencidas más de 90 días	4.248,780	24%	5.395,674	39%
Total	17.826.466	100,00%	13.669.674	100,00%

Tabla 17: Composición cartera enero 2019 (%)

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Para julio de 2020, la cartera de la empresa se deterioró, al concentrar más valores en plazos más largos frente a otros años donde se concentraban en plazos cortos o corriente. Sin embargo, la totalidad de la cartera vencida a plazos largos (+120 días) corresponde a cuentas con 3 de sus clientes principales, quienes además de ser corporaciones grandes, han acordado estrategias de pago según el siguiente detalle:

COMPAÑÍA GENERAL DE COMERCIO Y MANDATO S.A.: le corresponde el 55% de las cuentas de +120 días, dentro de las cuales se planteó Estrategias de Precios: el incremento de plazos de días de crédito e incluso durante los meses de agosto y septiembre han recibido pagos.

ICESA S.A.: Del total de las cuentas por cobrar a más de 121días a este cliente le corresponde el 13%, dentro de las cuales se planteó Estrategias de Precios: el incremento de plazos de días de crédito. Durante los meses de agosto y septiembre se recibieron pagos.

LA GANGA R.C.A. S.A.: Del total de las cuentas por cobrar a más de 121días a este cliente le corresponde el 33%, dentro de las cuales se planteó Estrategias de Precios: el incremento de plazos de días de crédito e incluso durante los meses de agosto y septiembre se recibieron avales casi por la totalidad de la deuda como parte de pago.

La compañía mantiene cuentas por cobrar relacionadas, correspondientes a cuentas por cobrar accionistas (Polmexym S.A.) por USD 494,33, representan préstamo de corto plazo y a un interés anual del 9,12%.

Debido a las condiciones económicas actuales, la empresa esperar tener una mayor concentración de antigüedad de su cartera en plazos largos. Sin embargo, la empresa ha mostrado fuertes relaciones con sus principales clientes, como se mencionó anteriormente, quienes son grandes empresas con la adecuada liquidez y solvencia para hacer frente a sus obligaciones. Dicho esto, la empresa se mantiene segura de

recuperar dichos valores a futuro y espera hacerlo con las cuentas exigibles que mantenga en periodos posteriores

Por otro lado, los inventarios decrecieron en un 17,82% para el 2018, llegando a los USD 16,74 millones, compuestos en su mayor parte por productos terminados (USD 9,32 millones) y materias primas (USD 6,30 millones) más una provisión por obsolescencia de USD 58 mil, lo que se explica por las mayores ventas registradas en donde los productos terminados disminuyen por ser año del mundial de fútbol, con un ciclo menor de rotación de los inventarios. La tendencia se acentúa para el cierre del 2019, ante una baja en las ventas y niveles inferiores de existencias, registrando un nivel de inventarios de USD 7,60 millones (-54,57% frente al 2018). El análisis interanual delata un crecimiento en el inventario para julio de 2020, escalando a los USD 10,19 millones.

Los días de inventario mostraban una tendencia negativa para el periodo histórico (164 en 2017 a 66 en 2019), dado el menor aprovisionamiento de existencias en estos años, lo cual va de la mano con las menores ventas registradas. Sin embargo, para julio de 2020 los días de inventario crecen a 148 días, producto de la menor actividad registrada para el primer semestre de año a causa de la pandemia. Esto resultó en una menor rotación de inventario, y una mayor cantidad de días que el inventario permanece en bodega.

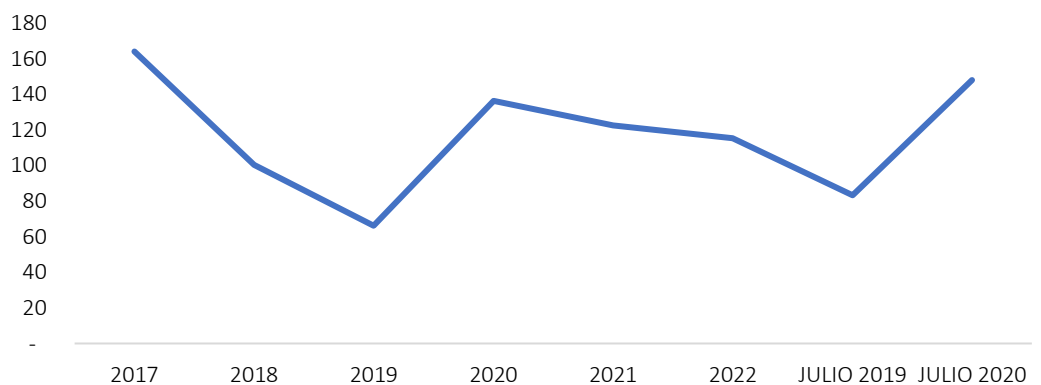


Gráfico 14: Días de Inventario.

Fuente: AUDIOVISIÓN Y ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **ELABORACIÓN:** GlobalRatings

El activo no corriente se encuentra compuesto principalmente por el rubro propiedad, planta y equipos, representó en promedio el 23% (2017 - 2019) del activo total. Este rubro ha crecido progresivamente durante el periodo analizado. Para 2017 destacó la revaluación de edificios por USD 1,27 millones y terrenos por USD 53 mil, compensados por una baja en edificios por USD 507 mil. Para diciembre 2018 destacó la adquisición de nueva maquinaria y equipo, incremento de USD 54 mil frente a diciembre 2018. Y finalmente para el 2019 destacaron terrenos y edificios, valuados en USD 5,79 millones, los cuales fueron asignados como garantía de préstamos a largo plazo. Para julio de 2020 el activo no corriente no tuvo mayor movimiento, principalmente en el rubro de propiedad planta y equipo por depreciación, compra y venta de equipos.

Las proyecciones del estado de situación financiera realizados para el periodo de vigencia de la emisión contemplan, además de una contracción de las cuentas exigibles, un nivel de inventarios por debajo del promedio histórico, fruto de la menor actividad esperada. Esperan que los niveles de inventario vayan incrementando a medida que la empresa recupere sus niveles de ventas. Se proyecta una inversión continua en propiedad planta y equipo, correspondiente a la maquinaria y equipo utilizadas para las actividades de la empresa.

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Históricamente, AUDIOVISIÓN Y ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. ha financiado sus operaciones mediante dos fuentes principales: el crédito de proveedores en la compra de mercadería para la venta y préstamos bancarios. De esta manera, al 31 de julio de 2020 estas dos fuentes de financiamiento representaron el 62%

del pasivo total. Durante el periodo analizado el pasivo total se concentró en el corto plazo, con una participación promedio de 74% del pasivo corriente sobre el pasivo total.

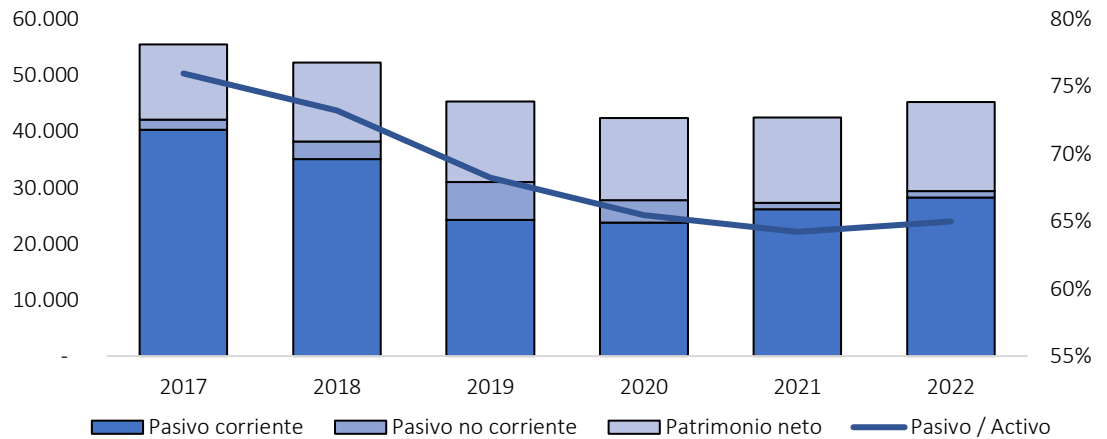


Gráfico 15: Estructura de financiamiento (miles USD).

Fuente: AUDIOVISIÓN Y ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Durante el periodo de estudio (2017 - 2019) los pasivos mostraron una tendencia negativa la baja, pasando de USD 42,11 millones en 2017 a USD 30,94 millones en 2019. Las cuentas por pagar comerciales fueron las más representativas del pasivo en el periodo histórico, sin embargo, mostró una tendencia a la baja y para el 2019 las obligaciones con entidades financieras se volvieron las más representativas. Históricamente las obligaciones con entidades financieras representaron, y se mantuvieron, en un 32% del pasivo total, mientras que las cuenta por pagar comerciales fluctuaron de 56% en el 2017 a 25% en el 2019.

El cambio más significativo en 2018 se dio por la disminución de USD 5,01 millones en el rubro cuentas por pagar comerciales, correspondiente principalmente a facturas de proveedores locales y del exterior por compras de bienes y servicios, no devengan intereses y tienen vencimientos hasta 90 días. De la misma manera existió una disminución en las obligaciones financieras, coherente con la amortización de los préstamos con el Banco Guayaquil S.A. (USD 100 mi), Banco Capital S.A. (USD 381 mil), Banco Machala S.A. (USD 255 mil) y Banco del Austro S.A. (USD 2,17 millones).

Para el 2019 se da un importante movimiento en las cuentas por pagar comerciales, producto de pagos realizados a proveedores, principalmente extranjeros, por un monto de USD 10,66 millones. De igual manera existieron pagos realizados a entidades financieras por préstamos mantenidos. Finalmente, la colocación de valores de la Segunda Emisión de Obligaciones resultó en un aumento en este rubro, el cual sirvió para contrarrestar los otros movimientos. Dicho comportamiento resultó en la contracción del pasivo total para este año de 19%, frente al 2018.

Para julio de 2020 las cuentas por pagar comerciales registraron un valor de USD 9,54 millones, mostrando un aumento frente al cierre del 2019 pero una contracción frente a julio de 2019. La empresa históricamente se ha apalancado principalmente por crédito de sus proveedores, quienes en su mayoría son del exterior.

PROVEEDORES	2018	2019	JULIO 2020
Proveedores locales	3.195.613	726.449	1.439.657
Proveedores extranjeros	15.237.435	7.045.329	8.097.158
Total	18.433.048	7.771.778	9.536.815

Tabla 18: Composición proveedores (USD)

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Producto de lo anteriormente mencionado el pasivo corriente presentó un comportamiento decreciente entre el 2017 (USD 40,26 millones) y el 2018 (USD 35,08 millones), situación opuesta a la presentada en el pasivo no corriente que aumentó durante el periodo de estudio de acuerdo con la Segunda Emisión de Obligaciones AUDIOLEC aprobada el 30 de noviembre de 2018. Este comportamiento se acentuó para el 2019 donde el pasivo corriente se contrajo a un valor de USD 24,24 millones y el pasivo no corriente incrementó a

un valor de USD 6,70 millones. Esto denota la estrategia de la compañía de financiarse a largo plazo, con condiciones más favorables y ajustables a su situación, lo cual también aporta positivamente a la liquidez de la empresa.

En el análisis interanual (julio 2020), el pasivo total disminuyó USD 3,84 millones en comparación a julio de 2019, cambio que se presentó principalmente por la baja del USD 7,41 millones en los pasivos corrientes. Dicha contracción del pasivo corriente se da por la amortización de la Segunda Emisión de Obligaciones y el pago a proveedores. Las obligaciones con entidades financieras crecieron en USD 2,35 millones.

La deuda financiera de la compañía a diciembre 2018 presentó saldos similares a los presentados en 2017 pero con una mejor distribución fruto de la colocación parcial de la Segunda Emisión de Obligaciones. De esta manera, la deuda financiera de corto plazo disminuyó desde USD 14,54 millones a USD 13,49 millones en 2018. Por su parte, la deuda de largo plazo aumentó desde USD 619 mil hasta 1,92 millones en diciembre 2018. Para 2019 destacó un incremento de acuerdo con las nuevas colocaciones que se llevaron a cabo en este año. La compañía busca financiarse a tasas fijas para mitigar la exposición al riesgo de crédito.

DEUDA FINANCIERA	2018	2019	JULIO 2020
Banco Guayaquil S.A.	900.000	448.000	
Banco del Pichincha C.A.	2.500.000	1.500.000	1.470.000
Banco Pichincha-Panamá	-	4.000.000	3.039.924
Banco Internacional S.A.	3.000.000	3.000.000	3.000.000
Banco del Austro S.A.	5.642.362	1.684.812	1.325.000
Emisión de Obligaciones	3.127.960	8.015.574	7.752.403
Intereses	232.396	193.453	
Total	15.402.718	18.841.839	16.587.327

Tabla 19: Composición deuda financiera 2017- julio 2019 (USD)

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Para el 2019 destacó un movimiento en el Banco Pichincha Panamá, el cual consiste en un préstamo sobre firma para capital de trabajo, por un valor de USD 4,00 millones, con vencimiento hasta diciembre 2020 e interés el 7%. Adicionalmente existieron pagos de deudas en el Banco Pichincha C.A. y Banco del Austro S.A. Para este año incrementó de igual manera las obligaciones con el mercado de valores, efecto de las colocaciones de la Segunda Emisión de Obligaciones. Para julio de 2020 se evidenció la amortización de las obligaciones y pagos de préstamos bancarios, lo cual resultó en una contracción en la deuda financiera.

Producto de lo anteriormente mencionado, los pasivos pasaron de financiar el 76% de los activos en 2017 a financiar el 73% de los activos en 2018 y el 68% para 2019 evidenciando que durante el periodo analizado la empresa ha optado por financiarse más mediante recursos de terceros que a través de recursos propios

Para el periodo proyectado la deuda de la empresa se contraerá a medida que la Segunda Emisión de Obligaciones se vaya amortizando, aunque existirá mayor deuda con bancos y apalancamiento con proveedores. La deuda con bancos registrará menores niveles para el 2020, frente al 2019, sin embargo, para el 2021 esta cifra crecerá y en el 2022 será estará dentro del promedio histórico. La deuda utilizada por la empresa se concentra en su mayor parte en el corto plazo, por lo que en el periodo proyectado se estima que la participación promedio de los pasivos corrientes sobre el total de pasivos será de 92%, lo cual corresponde a un aumento frente al histórico. La relación de deuda financiera sobre pasivos totales se mantendrá en niveles similares al histórico oscilando entre valores de 46%- 48%.

AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. ha mantenido una estructura patrimonial similar en el periodo histórico, la cual ha tenido una tendencia creciente en dicho periodo (2017 - 2019). Este pasó de USD 13,33 millones en el 2017 a USD 14,40 millones en 2019. El aumento en el patrimonio se ha dado por los resultados positivos de años previos obtenidos por la empresa, al igual que aumento de reservas por utilidades retenidas. El patrimonio se ha conformado principalmente por el capital social y superávit por revaluación. El capital social durante el periodo histórico, y para julio de 2020, se ha mantenido en USD 7.896.632. Representando en promedio el 56,66% del patrimonio total. Por el otro lado, el superávit por revaluación se ha mantenido, oscilando en valores similares a USD 2,43 millones.

En el año 2017 destacó la revaluación de propiedad, planta y equipos por USD 1,32 millones y el aumento de capital por USD 2,47 millones aprobado mediante escritura publicada No. 2016-09-01-66-P01930 celebrada en la Notaría Sexagésima del cantón Guayaquil del 30 de diciembre 2016 e inscrita en el Registro Mercantil de los cantones de Samborondón y Durán el 24 de enero del 2017. El aumento de capital se lo realizó mediante capitalización de la cuenta de aportes para futuras capitalizaciones.

Es importante recalcar que mediante Acta de Junta General Ordinaria de Accionistas celebrada el 5 de marzo de 2016, los accionistas aprobaron el pago de dividendos por USD 2,49 millones sobre las utilidades de los años anteriores.

El patrimonio pasó de financiar el 24% de los activos en 2017 a financiar el 27% de los activos en 2018 y un 32% en 2019. Para julio de 2020 el patrimonio financió el 33% de los activos, lo cual denota un incremento en el porcentaje de participación del patrimonio sobre los activos, evidenciando el incremento en el uso de fondos propios sobre fondos de terceros para financiar las operaciones de la empresa. Esto denota una mejora en la fortaleza de la estructura patrimonial de la empresa.

El patrimonio ha tenido un constante crecimiento en el periodo histórico, lo cual se estima que se mantendrá para el periodo futuro de acuerdo con los resultados positivos de la empresa, que si bien serán menores (debido a la situación económica del país), representarán una ganancia para la empresa. Resultando así en un fortalecimiento de la estructura patrimonial.

PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. mantiene vigente la Segunda Emisión de Obligaciones.

PRESENCIA BURSÁTIL	AÑO	APROBACIÓN	MONTO (USD)	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.	2014	No. SCV-INMV-DNAR-14-0029396	10.000.000	Cancelada
Segunda Emisión de Obligaciones AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.	2018	No. SCVS-INMV-DNAR-2018-00011059	20.000.000	Vigente

Tabla 20: Presencia Bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

La liquidez que han presentado los instrumentos que AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. ha mantenido en circulación en el Mercado de Valores es más que óptima.

LIQUIDEZ	CLASE	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO (USD)
Primera Emisión de Obligaciones AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.	A	494	14	5.831.393
Primera Emisión de Obligaciones AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.	B	422	10	2.963.750
Primera Emisión de Obligaciones AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.	C	97	22	10.861.014

Tabla 21: Liquidez de presencia bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

En función de lo antes mencionado, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

INSTRUMENTO

Con fecha 28 de agosto de 2018, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. autorizó la Segunda Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 20.000.000.

Aprobada mediante Resolución No. SCVS.INMV DNAR.2018.00011059, emitida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 30 de noviembre de 2018, en una sola clase. El Agente colocador inició la colocación el 11 de diciembre de 2018 colocando hasta el 12 de agosto de 2019 un monto total de USD 10.861.014 que corresponde al 56,38% del total emitido.

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Monto de la emisión	Hasta USD 20.000.000,00				
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América				
Características	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	USD 20.000.000,00	Hasta 1.440 días	8,50%	Trimestral	Trimestral
Tipo de emisión	Los valores se emitirán de manera desmaterializada a través del Depósito Centralizado de Compensación y liquidación de Valores DECEVALE S.A., y estarán documentados o representados en anotaciones en cuenta y tendrán la característica de Títulos Ejecutivos.				
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.				
Destino de los recursos	Los recursos captados servirán en un setenta por ciento (70%) para capital de trabajo de la empresa y el treinta por ciento restantes (30%), para sustitución de pasivos.				
Valor nominal	USD 1,00				
Base de cálculos de intereses	Base comercial 30/360: corresponde a años de 360 días. 12 meses y 30 días cada mes.				
Sistema de colocación	Se negociará de manera bursátil hasta por el monto indicado.				
Rescates anticipados	La presente emisión no contempla rescates anticipados.				
Underwriting	La presente emisión si contempla un contrato de underwriting.				
Agente colocador/ Estructurador Financiero	Activa Casa de Valores S.A.				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.				
Resguardos	<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. ■ 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 valores/obligaciones en mora. ■ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. 				
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses, de hasta cuatro (4) veces el patrimonio de la compañía. 				
Resguardo Voluntario	<ul style="list-style-type: none"> ■ Patrimonio sobre activos: Mantener el patrimonio de la compañía por encima del quince (15%) por ciento del total de los activos. 				

Tabla 22: Características del instrumento

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Con fecha 31 de julio de 2020, el saldo de capital por pagar fue de USD 7.047.647,00.

La tabla de amortización siguiente se basa en el monto total colocado por parte de AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.:

CLASE C	FECHA VENCIMIENTO	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	11/03/2019	10.861.014	431.126	230.797	661.923	10.429.898
2	11/06/2019	10.429.898	563.193	221.635	784.828	9.866.705
3	11/09/2019	9.866.705	704.764	209.667	914.431	9.161.941
4	11/12/2019	9.161.941	704.765	194.691	899.456	8.457.176
5	11/03/2020	8.457.176	704.765	179.715	884.480	7.752.412
6	11/06/2020	7.752.412	-	164.739	164.739	7.752.412
7	11/09/2020	7.752.412	704.765	164.739	869.503	7.047.647
8	11/12/2020	7.047.647	939.686	149.762	1.089.449	6.107.961
9	11/03/2021	6.107.961	939.686	129.794	1.069.480	5.168.274
10	11/06/2021	5.168.274	939.686	109.826	1.049.512	4.228.588
11	11/09/2021	4.228.588	704.765	89.857	794.622	3.523.823
12	11/12/2021	3.523.823	704.765	74.881	779.646	2.819.059
13	11/03/2022	2.819.059	704.765	59.905	764.670	2.114.294
14	11/06/2022	2.114.294	704.765	44.929	749.693	1.409.529
15	11/09/2022	1.409.529	704.765	29.952	734.717	704.765
16	11/12/2022	704.765	704.765	14.976	719.741	-

Tabla 23: Tabla de Amortización (USD)

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

En Asamblea de Obligacionistas de la Segunda Emisión de Obligaciones de AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A., celebrada el 12 de junio del 2020, se aprobó la propuesta de diferir el pago de capital con vencimiento 11 de junio de 2020, en 3 cuotas iguales en las próximas fechas correspondientes, es decir 11 de diciembre de 2020, 11 de marzo de 2021 y 11 de junio de 2021.

El pago de interés correspondiente se realizará el 15 de junio de 2020 y durante el plazo de diferimiento se reconocerá el interés del 8,5% anual.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. con la información entregada por el emisor ha verificado que el Emisor ha venido cancelando oportunamente los pagos correspondientes a capital e intereses del instrumento, según la tabla de amortización precedente.

RESGUARDOS DE LEY	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.	Con corte julio 2020, mantuvo un indicador promedio de liquidez de 1,40, en el último semestre.	CUMPLE
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte al 31 de julio de 2020, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/ pasivos de 1,35.	CUMPLE
No repartir dividendos mientras existan valores/ obligaciones en mora	No hay obligaciones en mora, no se repartieron dividendos.	CUMPLE
Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.	Al 31 de julio de 2020, presentó un monto de activos menos deducciones de USD 20,10 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 16,08 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.	CUMPLE

Tabla 24: Resguardos de ley

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses, de hasta cuatro (4) veces el patrimonio de la compañía.	Con fecha 31 de julio de 2020 los pasivos con costo de la empresa representan el 28% de 4 veces el patrimonio.	CUMPLE

Tabla 25: Límite endeudamiento

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

RESGUARDO VOLUNTARIO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Patrimonio sobre activos: Mantener el patrimonio de la compañía por encima del quince (15%) por ciento del total de los activos.	Con fecha 31 de julio de 2020 el patrimonio de la empresa representa el 33% de los activos totales.	CUMPLE

Tabla30: Resguardos voluntario

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

La compañía ha cumplido con todos los compromisos y resguardos a los que se obliga mediante la presente Emisión de Obligaciones. 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, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

ACTIVOS DEPURADOS

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 31 de julio de 2020, la compañía posee un total de activos de USD 45,07 millones, de los cuales USD 20,10 millones son activos depurados.

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos depurados de la empresa, con información financiera cortada al 31 de julio de 2020, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con Garantía General no podrán exceder el 80,00% del total de activos depurados, esto es: "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; 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 derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de las emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; 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 complementarias".

ACTIVOS DEPURADOS	JULIO 2020
Activo Total (USD)	45.070.717
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	99.227
(-) Activos gravados.	16.587.327
(-) Activos en litigio	-
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.	-
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros.	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados.	-
(-) Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores.	7.752.406
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social.	531.297
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.	-
Total activos depurados	20.100.463
80% de Activos Depurados	16.080.370

Tabla 26: Activos Depuados (USD).

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de julio de 2020, presentó un monto de activos depurados de USD 20,10 millones, siendo el 80% de estos la suma de USD 16,08 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 31 de julio de 2020, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos depurados ofrece una cobertura de 2,59 veces sobre las demás obligaciones del Emisor. Dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, “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% el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Segunda Emisión de Obligaciones de AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A., así como de los valores que mantiene en circulación, representa el 26,07% del 200% del patrimonio al 31 de julio de 2020 y el 52,13% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	JULIO 2020
Patrimonio	14.870.476
200% patrimonio	29.740.952
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación	7.752.403
Total emisiones	7.752.403
Total emisiones/200% patrimonio	26,07%

Tabla 27: 200% patrimonio (USD)

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; Elaboración: GlobalRatings

PERFIL FINANCIERO

El perfil financiero de la entidad bajo análisis, en este caso AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A., corresponde a un estudio de los estados financieros de la entidad emisora, históricos y proyectados, donde se analizan diferentes aspectos reflejados en el balance general, el estado de pérdidas y ganancias y los flujos de efectivo históricos y proyectados.

La metodología de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no considera los índices financieros de forma aislada para después entrar en algún sistema de ponderación. Por el contrario, supone que la calificación cuantitativa obtenida por una entidad responde a una acción conjunta de los indicadores que llevan a esa calificación. En este sentido, el conjunto de índices financieros reseñados y escogidos para ser estudiados, determinan una puntuación que refleja la posición relativa de la empresa frente a una muestra de entidades calificadas anteriormente por GlobalRatings lo que permite determinar un puntaje, que va de 1 para la entidad menos calificada hasta 10 para entidad más calificada. El puntaje obtenido por medio de un sistema de regresión permite cuantificar, en la medida de lo posible, las características con respecto a la capacidad del emisor para realizar, dentro de los plazos establecidos y en su totalidad, los pagos correspondientes a intereses y principal de su deuda. Con esta consideración, el análisis se centra en tres aspectos financieros principales: liquidez, endeudamiento y solvencia, y rendimiento.

Una vez determinado el puntaje reseñado, el perfil financiero se determina en una segunda fase, que analiza algunos índices que permiten conocer aspectos trascendentales como la evolución de la deuda neta, la capacidad de pago de esa deuda con varios parámetros de medición y los márgenes de maniobra que tiene la empresa para cumplir a cabalidad con el servicio de la deuda sin menoscabar su operatividad.

PREMISAS DE PROYECCIÓN

En consideración a lo anterior, el análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. En el caso puntual de AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas. La empresa ha pasado por caídas en sus ventas en los últimos periodos, sin embargo, ha logrado mantener márgenes y utilidades positivas de manera constante y regular. La caída en ventas para julio de 2020 va de la mano directamente con la situación actual del país y todo el mundo, sin embargo, se estima que para periodos futuros se dé una paulatina recuperación.

La participación de los costos de venta se estima que mantengan una relación similar al histórico, dado que este varía en función de los productos que la empresa haya vendido, variando en valores de 84%. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función del comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a las nuevas fuentes de financiamiento a las cuales

la empresa acuda. Resultado de esto, se estima que la empresa tenga un deterioro en la utilidad neta para el 2020, sin embargo, irá mejorando en los siguientes años.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que las cuentas exigibles se contraerán para el cierre del 2020, fruto de la menor actividad estimada lo cual resultará en menores ventas. La empresa mantiene un acertado control de la recuperación de su cartera, la cual toma mayor concentración en grandes clientes de los cuales se tiene seguridad de pago. Por lo que no se estima un alza importante en morosidad o impago de la cartera. Los inventarios caerán para el 2020 de igual manera, fruto de las menores ventas registradas, lo cual se espera que se normalice para el 2021. Cabe señalar que las premisas utilizadas en estos rubros podrían resultar conservadoras frente al promedio histórico, lo cual generaría una menor necesidad de flujo y beneficiaría a la liquidez de la compañía. Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una participación creciente del apalancamiento con proveedores.

PREMISAS	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Actual			Proyectado		
Ingresos de actividades ordinarias	52.464	71.112	49.094	-42%	16%	21%
Costo de ventas y producción	85%	84%	84%	77%	77%	77%
Cuentas por Cobrar (CP)	31%	19%	36%	50%	43%	40%
Inventarios	46%	28%	18%	38%	34%	32%
Cuentas por Pagar (CP)	52%	31%	19%	43%	40%	36%

Tabla 28: Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

Los índices financieros seleccionados fueron determinados en base al estudio del poder explicativo de cada uno de manera independiente, y en su conjunto, sobre la capacidad financiera de la empresa en análisis. Los índices de liquidez, endeudamiento y solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio, tanto históricos como proyectados.

ÍNDICES	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Actual			Proyectado		
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	1,04	1,08	1,34	1,25	1,14	1,15
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	0,96	0,92	0,78	0,86	0,96	0,96
Pasivos Totales / Activos Totales	0,76	0,73	0,68	0,65	0,64	0,65
Deuda Financiera / Pasivos Totales	0,36	0,40	0,61	0,51	0,47	0,48
Deuda LP / Activos Totales	0,01	0,04	0,12	0,07	-	-
EBITDA / Gastos Financieros	3,01	3,86	1,90	1,67	2,15	1,93
Utilidad Operacional / Ventas	0,07	0,07	0,05	0,07	0,06	0,06
Margen Bruto / Ventas	0,15	0,16	0,16	0,23	0,23	0,23
Utilidad Neta / Patrimonio	0,15	0,18	0,04	0,02	0,04	0,04

Tabla 29: Índices financieros reales y proyectados.

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

LIQUIDEZ

AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. mantuvo un índice de liquidez sobre la unidad durante todo el periodo analizado. Favorecido por los altos niveles de inventarios y de cuentas por cobrar considerados como activos líquidos. La empresa mantiene altos niveles de deuda a corto plazo por lo que el margen no ha alcanzado un punto óptimo, sin embargo, la relación se mantiene a un nivel de liquidez que asegura la habilidad de pago de sus obligaciones. Se estima que, a pesar de las menores ventas, la empresa pueda mantener una estructura de activos y pasivos corrientes que le generaría liquidez para el periodo futuro.

El pasivo se ha concentrado, históricamente, en el corto plazo representando aproximadamente un 88% del pasivo total. Aunque este indicador se ha ido contrayendo, se estima que vuelva a crecer en el periodo futuro dado que la emisión de obligaciones (actor principal del pasivo no corriente) se vaya amortizando y sea remplazado por deuda bancaria de corto plazo, como lo han hecho en periodos pasados. Esto podría generar mayor presión sobre los flujos de la compañía para cubrir las obligaciones corrientes, por lo que tengan que acudir a fuentes alternativas de financiamiento. No obstante, los activos de la compañía mantienen una estructura similar, con rubros fácilmente liquidables en el corto plazo, lo cual reduce esta presión adicional.

De esta manera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. mantiene una liquidez adecuada que le permite hacer frente a los vencimientos de sus obligaciones, así como a shocks externos bajo un escenario de estrés.

ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Los índices seleccionados demuestran que la empresa mantiene un correcto nivel de capitalización; el total de pasivos representa cerca del 68% de los activos, lo que señala que existe una autonomía financiera y una estructura de financiamiento de bajo riesgo, que permite un amplio margen de maniobra en el caso de ser necesario para poder cubrir las obligaciones.

La deuda financiera representó el 61% del pasivo total a diciembre de 2019, en función de la estrategia de la compañía de apalancar sus operaciones en el crédito de sus proveedores. Esta estrategia le permite financiar sus actividades sin incurrir en un gasto operativo elevado. La deuda financiera presentará un comportamiento similar al histórico durante el periodo proyectado, con una contracción al cierre de 2020 producto de menor actividad y necesidad de financiamiento, al igual que la existencia de la segunda emisión de obligaciones. Al financiar sus operaciones mediante recursos provenientes del Mercado de Valores, la compañía puede adecuar los plazos y fijar las tasas de acuerdo con su necesidad y conveniencia.

Durante el periodo histórico analizado, el EBITDA presentó una cobertura de más de una vez sobre los gastos financieros, la cual se proyecta caer en el periodo proyectado. Este índice se vio deteriorado para el cierre del 2019, sin embargo, se mantiene en adecuados niveles y se estima que en el periodo proyectado regrese a niveles similares al histórico.

RENTABILIDAD

AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A. ha registrado constantemente resultados positivos. Los niveles de margen bruto se han mantenido en niveles estables durante el periodo histórico, oscilando el 16%. Para el periodo proyectado, se estima que este índice vaya a crecer, efecto de recorte de gastos y costos que la empresa espera realizar para hacer frente a la situación que se atraviesa a la fecha por la pandemia. La empresa espera que los costos de venta tengan menor protagonismo sobre el total de ventas, sin embargo, dentro de un escenario estresado y conservador, se estima que se mantenga en niveles de 77% en el periodo proyectado, resultando así en un margen bruto de 23%. El margen bruto podría fluctuar en años posteriores, en función del desarrollo de marcas y productos de menor valor agregado, cuyo costo sea más bajo.

El margen operacional revela que la compañía ha mantenido una estabilidad en cuanto a las ganancias que genera a partir de sus operaciones ordinarias. Haciendo frente a la situación externa y ajustando los gastos y costos se ha mantenido, y se espera mantener, un margen operativo que oscila en valores similares al 6%. Esto quiere decir que la empresa ha mantenido una estructura operativa eficiente y bien marcada, con indicadores constantes y tendiendo a crecer.

El rendimiento sobre el patrimonio alcanzó un máximo de 18% al cierre de 2018, fruto de la utilidad registrada por el alto niveles de ventas a raíz del mundial de fútbol. La caída en este rubro al cierre de 2019 redujo la rentabilidad sobre el patrimonio a 4%; efecto de los menores resultados registrados para este año. Manteniendo una postura conservadora se estima que este indicador se mantendrá en niveles similares hasta el vencimiento de la emisión.

INDICADORES PROYECTADOS

Como se mencionó, el análisis del perfil financiero incluye, además de los índices calculados reseñados en párrafos anteriores, el estudio de otros parámetros que permiten dar una visión más global de la capacidad de pago de la empresa.

DEUDA NETA	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Actual			Proyectado		
Obligaciones con entidades financieras CP	12.298	12.670	10.385	8.000	10.000	14.000
Obligaciones emitidas CP	2.238	816	2.951	3.289	2.819	-
Obligaciones con entidades financieras LP	-	-	-	-	-	-
Obligaciones emitidas LP	619	1.918	5.506	2.819	-	-
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.464	4.493	2.909	2.791	2.632	2.515
Activos financieros disponibles para la venta	-	-	-	-	-	-

Tabla 30: Evolución deuda neta (miles USD).

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

En el cuadro se aprecia que en el periodo histórico la compañía mantuvo un nivel creciente de deuda neta. Con la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones, la deuda neta tuvo importantes variaciones para el año 2019, resultando en un aumento del total de deuda mantenida. Sin embargo, para el año 2020 se estima que se vaya a contraer, efecto de la amortización de las obligaciones y el menor nivel de deuda bancaria usado. El nivel de deuda neta se mantendrá, para el periodo proyectado, en niveles inferiores al histórico, pero se mantendrán estables, efecto de menor actividad lo cual resulta en menor necesidad de financiamiento.

INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Actual			Proyectado		
Deuda Neta	12.691	10.909	15.932	11.317	10.187	11.485
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	-	3.515	(5.408)	5.596	2.110	(317)
Necesidad Operativa de Fondos	13.397	11.907	17.659	13.026	12.721	14.804
Años de Pago con EBITDA (APE)	2,7	1,9	4,4	3,8	3,3	3,2
Años de Pago con FLE (APF)	-	3,1	-	2,0	4,8	-
Servicio de Deuda (SD)	-	11.563	12.502	12.311	10.112	12.164
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	-	0,51	0,29	0,24	0,31	0,29

Tabla 31: Evolución de indicadores.

Fuente: AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Los Estados Financieros históricos y proyectados revelan que la compañía está en capacidad de generar flujos positivos mediante sus actividades operativas durante todos los periodos, aún bajo escenarios estresados. La disminución proyectada para 2020 corresponde a menor actividad proyectada para este periodo, fruto de la emergencia sanitaria. La evolución del EBITA muestra que la compañía está en capacidad de generar flujos operativos para cubrir parcialmente su deuda.

La razón de cobertura de la deuda se define como la utilidad operativa más las depreciaciones y amortizaciones, dividido por el servicio de la deuda, que consiste en los pagos que deben hacerse en el año por concepto de amortizaciones de deudas financieras, junto con el gasto financiero asociado. El cuadro demuestra que, durante todo el periodo, tanto histórico como proyectado, la generación operativa es más que suficiente para hacer frente al servicio de la deuda.

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

AA (+)

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

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

El Informe de Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones AUDIOVISIÓN ELECTRÓNICA AUDIOELEC S.A., ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General

ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	JULIO 2019	JULIO 2020
	Actual			Proyectado			Interanual	
ACTIVO	55.438	52.209	45.336	42.377	42.498	45.209	48.048	45.071
ACTIVO CORRIENTE	41.860	37.999	32.547	29.588	29.709	32.420	34.504	32.974
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.464	4.493	2.909	2.791	2.632	2.515	1.744	1.936
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	16.475	13.604	17.826	14.163	14.243	16.032	18.667	13.669
Activos por impuestos corrientes	2.016	1.950	1.340	1.340	1.340	1.340	1.356	1.583
ACTIVO NO CORRIENTE	13.578	14.211	12.789	12.789	12.789	12.789	13.545	12.096
Propiedades, planta y equipo	11.667	12.006	11.085	11.085	11.085	11.085	11.054	10.107
Terrenos	1.890	336	336	336	336	336	649	649
PASIVO	42.109	38.230	30.935	27.742	27.290	29.374	34.038	30.200
PASIVO CORRIENTE	40.256	35.081	24.239	23.732	26.100	28.184	30.910	23.502
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	23.445	18.433	7.772	9.406	10.149	11.053	13.299	9.537
Obligaciones con entidades financieras CP	12.298	12.670	10.385	8.000	10.000	14.000	6.692	9.038
Obligaciones emitidas CP	2.238	816	2.951	3.289	2.819	-	6.822	1.860
PASIVO NO CORRIENTE	1.853	3.149	6.696	4.010	1.191	1.191	3.127	6.698
Obligaciones emitidas LP	619	1.918	5.506	2.819	-	-	1.918	5.506
PATRIMONIO NETO	13.329	13.979	14.401	14.636	15.208	15.835	14.011	14.870
Capital suscrito o asignado	7.880	7.897	7.897	7.897	7.897	7.897	7.897	7.897
Superávit por revaluación	2.686	2.462	2.427	2.427	2.427	2.427	2.462	2.427
Ganancias o pérdidas acumuladas	(118)	50	2.336	2.904	3.139	3.712	2.395	2.904
Ganancia o pérdida neta del periodo	2.010	2.455	568	235	573	627	141	470

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	JULIO 2019	JULIO 2020
	Actual			Proyectado			Interanual	
Ingresos de actividades ordinarias	52.464	71.112	49.094	28.555	33.124	40.080	26.136	19.210
Costo de ventas y producción	44.744	60.069	41.413	21.873	25.373	30.701	20.339	14.461
Margen bruto	7.719	11.043	7.680	6.682	7.751	9.379	5.797	4.749
(-) Gastos de administración	(4.177)	(6.382)	(5.006)	(4.705)	(5.599)	(6.775)	(4.579)	(3.324)
Utilidad operativa	3.542	4.660	2.674	1.976	2.152	2.603	1.218	1.425
(-) Gastos financieros	(1.565)	(1.521)	(1.926)	(1.766)	(1.454)	(1.860)	(1.117)	(980)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	619	155	94	143	166	201	40	25
Utilidad antes de participación e impuestos	2.595	3.294	842	354	864	945	141	470
(-) Participación trabajadores	-	-	-	(53)	(130)	(142)	-	-
Utilidad antes de impuestos	2.595	3.294	842	301	734	803	141	470
(-) Gasto por impuesto a la renta	(584)	(840)	(274)	(66)	(161)	(177)	-	-
Utilidad neta	2.010	2.455	568	235	573	627	141	470
EBITDA	4.711	5.872	3.655	2.957	3.132	3.584	1.929	2.130

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Actual			Proyectado		
Flujo Actividades de Operación	799	3.515	(5.408)	5.596	2.110	(317)
Flujo Actividades de Inversión	(122)	(1.750)	385	(981)	(981)	(981)
Flujo Actividades de Financiamiento	(565)	264	3.439	(4.734)	(1.289)	1.181
Saldo Inicial de Efectivo	2.352	2.464	4.493	2.909	2.791	2.632
Flujo del período	112	2.029	(1.584)	(119)	(159)	(117)
Saldo Final de efectivo	2.464	4.493	2.909	2.791	2.632	2.515

La calificación otorgada por GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.globalratings.com.ec, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.