

Quinta y Sexta Emisión de Obligaciones, Segunda Emisión de Papel Comercial de ALMACENES BOYACÁ S.A.

Comités No: 7, 8, 9-2019	Fecha de Comités:25-01-2019
Informe con Estados Financieros no auditados al 30 de noviembre de 2018	Quito – Ecuador
José Ignacio Mora	(593) 2-324-089 jmora@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Quinta Emisión de Obligaciones	AA+	Cuarta	SCVS-INMV-DNAR-2017-00003798 (30 de agosto de 2017)
Segunda Emisión de Papel Comercial	AA+	Cuarta	SCVS-INMV-2017-00003841 (01 de septiembre de 2017)
Sexta Emisión de Obligaciones	AA+	Primera	SCVS-INMV-DNAR-2018-00008116 (07 de septiembre de 2018)

Significado de la Calificación

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

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

"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago de este; ni estabilidad de su precio"

Racionalidad

El Comité de Calificación de PCR decidió mantener la calificación de "AA+" a la **Quinta Emisión de Obligaciones**, "AA+" a la **Segunda Emisión de Papel Comercial**, y "AA+" a la **Sexta Emisión de Obligaciones de Almacenes Boyacá S.A**. Esta calificación considera la muy buena capacidad de pago de la empresa, la trayectoria que ésta ha mantenido en el mercado financiero y de valores, así como la diversificación de productos que le ha brindado una buena posición en el mercado en el cual se desenvuelve. PCR considera que los márgenes de la empresa se han comportado de manera estable durante el período analizado, se ha podido observar un buen manejo de costos y cambio de estrategias para enfrentar las épocas de crisis. La calificadora considera beneficiosa la reestructuración de la deuda en el largo plazo dada la baja rotación de inventarios, lo que favorece la administración de capital de trabajo. Por último, se observa cumplimiento de la garantía general, los resguardos de ley y proyecciones financieras.

Riesgos Previsibles

- Las restricciones a las importaciones mediante el incremento de impuestos afectan a la demanda de los productos comercializados por el emisor puesto que este debe trasladar este incremento al consumidor final. La demanda de estos productos es elástica por lo que a un incremento en su precio la demanda responde optando por otros productos más accesibles o de menor calidad. El emisor al trasladar el costo al consumidor final mitiga el riesgo de afectar sus márgenes, sin embargo, sus flujos de ventas y de rentabilidad se pueden ver reducidos.
- Las variaciones del ciclo económico afectan directamente al nivel de ingreso de los hogares; por lo que un escenario económico desfavorable, por lo que el consumo de estas se ve reducido, esto repercute en las ventas del emisor puesto que la mayor parte de su mercado es el cliente final.

- La rotación de los inventarios de la empresa se ha reducido, esto podría generar un riesgo de iliquidez al no ser convertibles en activos líquidos de manera fácil. La empresa ha mitigado este riesgo puesto que no es casualidad ese incremento en inventario, por el contrario, responde a una estrategia de la empresa para expandir sus operaciones tras la eliminación de las salvaguardias. En este sentido, se considera favorable la reestructuración de la deuda en el largo plazo destinada a financiar capital de trabajo.
- El segmento comercial donde el emisor mantiene sus actividades está ligado a la industria de la construcción, que sufrió un revés fuerte durante el 2016 lo que agravó la crisis del sector importador y más los relacionados a importaciones para el sector de la construcción. El emisor mitiga este riesgo al mantener un stock adecuado y trabajar con clientes al por mayor que requieren inventarios de estos materiales y con clientes finales que buscan estos acabos.

Aspectos de la Calificación

La calificación de riesgo otorgada al instrumento se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

Entorno Macroeconómico:

Ecuador presenta una economía primaria exportadora de crudo, lo cual le genera una importante dependencia del petróleo, es decir, presenta comportamientos post cíclicos a la evolución del precio de este recurso natural. Los años con mayor crecimiento económico fueron en el 2011 y 2012, con tasas de 7,87% y 5,64% respectivamente. Posteriormente a estos años, hasta el 2015, su tasa de crecimiento disminuyó para finalmente presentar una tasa de decrecimiento de 1,58% para el año 2016.

En el año 2017 Ecuador presentó una importante recuperación en sus indicadores macroeconómicos a diferencia del 2016, reflejado en un crecimiento económico de 2,37% y reducción del déficit fiscal, así como una disminución en el desempleo y en los indicadores de pobreza, esto se debió básicamente al aumento en el precio del petróleo, la depreciación del dólar que ha ayudado a la competitividad del país, y el incremento de la deuda pública. Para junio de 2018, Ecuador registró una tasa de variación interanual en el PIB de 0,92%, en donde la industria que presentó mayor dinamización fue la de Suministro de Electricidad y Agua, cuya tasa fue de 6,45%. Adicionalmente, Ecuador registró una inflación acumulada de -0,19% al finalizar el primer semestre de 2018. Lo ocurrido en el año 2017 no son cimientos sólidos para un crecimiento de largo plazo, debido que actualmente el gobierno continúa financiándose con fuentes externas y la inversión en el Ecuador no ha mostrado una sólida recuperación, por tal motivo, esto es posible evidenciarlo en la tasa de variación interanual del PIB a junio de 2018, comparado con la tasa de expansión interanual de junio 2017.

A junio de 2018, el dólar se depreció respecto a los periodos similares analizados en años anteriores. Esta depreciación de la moneda oficial del país ha contribuido en cierta medida a la reactivación de las exportaciones, puesto que éstas crecieron en 13,31%, en el valor acumulado en el periodo de junio 2017 a junio 2018. Por otro lado, las importaciones presentaron mayor porcentaje de crecimiento (19,49%), esto se debe a la recuperación económica, y, además, a que en el transcurso del 2017 se eliminaron las salvaguardias. Lo mencionado provocó que durante el 2018 (enero a junio) la balanza comercial presentó un comportamiento inestable, finalizando el año con un superávit de US\$ 150,14 millones.

Por otra parte, para el mes de junio de 2018, ha sido posible evidenciar una ligera disminución en la colocación y en las captaciones por parte del total de los bancos, siendo el sector de bancos el más representativo del sistema financiero. La colocación disminuyó de junio 2017 a junio 2018 en 4,34%, mientras que las captaciones decrecieron en el mismo periodo en 13,70%.

En la última década, el Estado ha desempeñado un rol protagónico en el desarrollo de la economía ecuatoriana, esto debido a que el gasto del gobierno se ha incrementado de manera significativa, representando en promedio el 14% del total del PIB. En primer lugar, este aumento del gasto público se debió al alza en el precio del petróleo que se produjo en años anteriores, sin embargo, cuando este precio decayó, el gobierno tuvo que recurrir al endeudamiento para de este modo poder mantener el mismo nivel de gasto público, y de esta forma, la economía no se vea impactada en gran medida. Ecuador posee una política de deuda la cual manifiesta que el límite máximo de endeudamiento debe ser del 40% respecto con el PIB, y en base a la metodología aplicada referente al cálculo de la deuda, para junio de 2018, el país presentó un endeudamiento de aproximadamente el 32,6%. Es importante recalcar que esta metodología de cálculo solo toma en cuenta la deuda pública externa, la cual fue de US\$ 34 mil millones a junio 2018.

En base a los pronósticos realizados por el FMI, se prevé un crecimiento del PIB real para el 2018 de 1,1%, y una deflación de 0,2%. El actual gobierno dentro de su programa económico ha propuesto llevar a cabo una serie de medidas y acciones para dinamizar la economía, entre las cuales se encuentran: recaudación de más ingresos por medio de un sistema tributario óptimo, reducción del gasto público, incentivar las inversiones y fomentar las exportaciones, generar alianzas entre el sector público y privado, fomentar la

participación de la economía popular y solidaria, nuevas modalidades de contratos en el mercado laboral y ampliación a créditos productivos y de inversión.¹

Análisis de la Industria:

Para analizar la flexibilidad ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, se tomará en cuenta la relación del comportamiento del PIB, industria y empresa. La empresa ha tenido un comportamiento que obedece al comportamiento del sector y la economía en general. Los ingresos del emisor tuvieron un crecimiento promedio de 7% durante el período 2013-2015, en el año 2016 la economía local entró en una crisis de consumo con una contracción de la demanda, agravada además por la imposición de las salvaguardias lo que desincentivó las importaciones, afectando principalmente a la empresa.

Pasado el bache económico de 2016, el 2017 se mostró como un año de recuperación para la economía en general, con las perspectivas claras, la empresa implementó nuevas estrategias para recobrar las ventas pérdidas durante la crisis y acelerar su recuperación; la principal estrategia fue la de mantener un stock elevado, tomando en cuenta que el gobierno podría volver a imponer las salvaguardias, causando nuevamente una desaceleración en las ventas producto del incremento de precios.

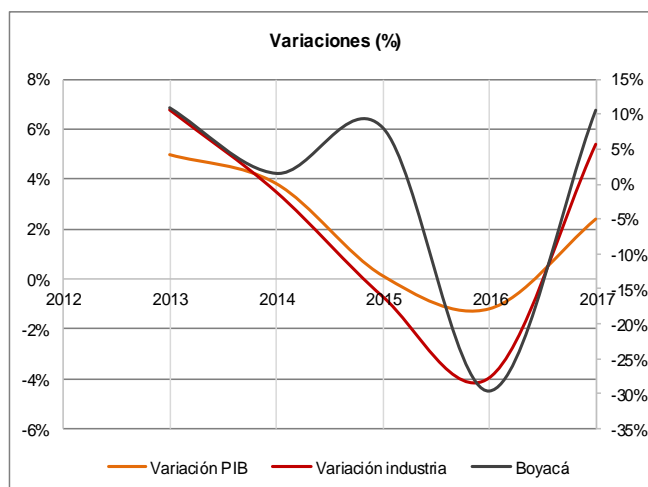
Almacenes Boyacá S.A. ha ganado un posicionamiento importante como marca dentro del mercado comercial ecuatoriano. El crecimiento de las ventas del emisor ha presentado un comportamiento que está ligado al ciclo económico y a la industria en la que se desempeña, además del sector construcción por la variedad de productos relacionados con esta industria. Es importante denotar que la mercadería comercializada por el emisor que en su mayor parte es importada se vio afectada con la normativa arancelaria que se implementó a partir de marzo 2015 por parte del Gobierno para controlar la balanza comercial, no obstante, ésta llegó a su fin en junio de 2017, lo que representa una oportunidad de reactivación para la industria que se vio afectada con la regulación.

El sector de la construcción es uno de los más importantes dentro de la economía ecuatoriana, pues es intensiva en capital humano generando fuentes de trabajo. Según el Banco Central del Ecuador (BCE), durante el 2011 y 2012 el sector mostró crecimientos importantes impulsados por políticas gubernamentales como: vivienda pública, desarrollo vial, proyectos de infraestructura y mayor acceso a créditos hipotecarios.

A diciembre 2017, el sector representó un 10,96% del total del PIB ocupando el segundo lugar después del sector manufactura. Sin embargo, el dinamismo de la construcción en el país cayó en el tercer trimestre del 2015, tendencia que se mantuvo durante el 2017, como consecuencia del desplome del precio del petróleo y los efectos negativos de la ley de plusvalía, los mismos, que se acentuaron con la disminución de las ventas de materiales e insumos y la finalización y suspensión de proyectos. Por su parte, la tendencia anual de reservas de vivienda se mantuvo por debajo del histórico, a pesar de que inició el 2017 con cifras por encima de las registradas en el 2016, pero un 25,8% por debajo del 2015 e inclusive un 48,6% por debajo de su mejor año (2012). En general, la actividad de la construcción registró un decrecimiento anual en 5,9% durante el 2017.

Por otra parte, mediante decisión legislativa y ejecutiva se derogó la Ley Orgánica de Plusvalía (Registro Oficial número 206), con ello las expectativas del sector mejoran. Según APIVE², tras la decisión se han incrementado las visitas a proyectos de vivienda y puntos de venta en aproximadamente un 40% y se espera la generación de 100.000 empleos. Según el Estudio Mensual de Opinión Empresarial (EMOE) de febrero 2018, la variación del personal ocupado cayó un 1,9%, los empresarios consideran que para marzo no tendrá variación. El volumen de construcción se incrementó en 3,5% y se proyecta que para marzo se eleve en un 1,3%. En el 2018 se proyecta una reducción en inversión de obras públicas de un 22% con relación al 2017, a pesar de ello, se espera un crecimiento de 185% de inversión privada.

Gráfico No. 01



Fuente: Superintendencia de Compañías / Elaboración: PCR

¹ Para mayor información acerca del Informe Soberano consulte en nuestra página: <http://informes.ratingspcr.com/file/view/6347>
² Asociación de Promotores Inmobiliarios de Vivienda del Ecuador

Perfil y Posicionamiento del Emisor:

Almacenes Boyacá S.A., es una empresa con más de 50 años de experiencia dentro del mercado ecuatoriano, su actividad económica principal consiste en la venta al por mayor y menor de artículos de ferretería. Adicionalmente se dedica a la venta de pisos y revestimientos, maquinarias, implementos de baños, cocina, y artículos de decoración del hogar preferentemente de lujo, adquiridos dentro y fuera del país.

Los productos que comercializa el emisor se agrupan en la línea de segmento al por mayor y representa aproximadamente el 33,00% y la línea al por menor que agrupa varios negocios con el restante.

En cuanto a la competencia, es difícil determinar debido a la variedad de productos que comercializa y el número de competidores dentro de cada segmento. En términos generales la competencia por línea de negocio se presenta de la siguiente manera:

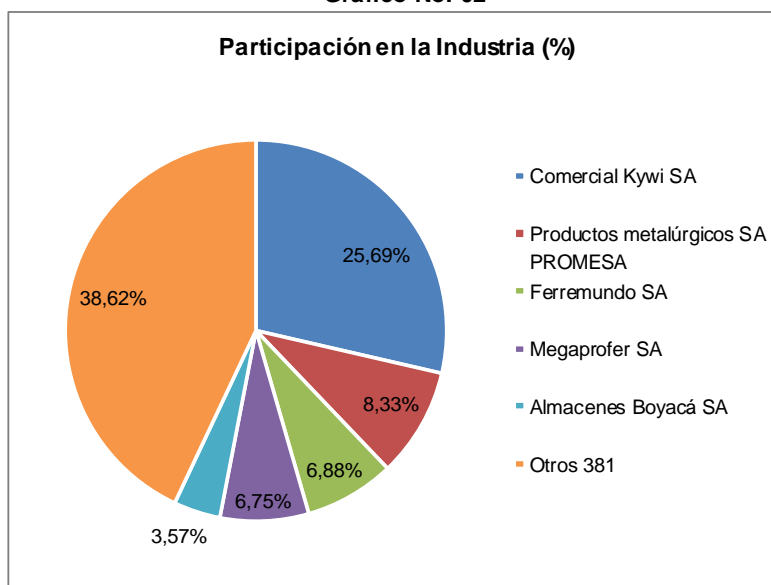
- Línea de Retail³: Ferrisariato, SUKASA, Marriot y KYWI.
- Distribución Ferretera: Promesa, Gerardo Ortiz y Ferremundo.
- Línea de limpieza e industrias: Los competidores son compañías pequeñas y muy dispersas. En este segmento el emisor es el único que distribuye varias marcas mientras que la competencia maneja una sola y con una baja penetración.

La compañía efectúa sus ventas a nivel nacional desde sus canales de ventas de Por Mayor, Por Menor y Proyectos. Tiene almacenes ubicados en Guayaquil (3), Samborondón (1), Quito (4), Cuenca (1), Manta (1), Loja (1) y Machala (1)⁴.

Competencia

La principal competencia para el emisor es: Comercial Kywi S.A., Productos Metalúrgicos S.A., Ferremundo S.A., Megaprofer S.A., con una participación de 25,69%, 8,33%, 6,88%, 6,75% del mercado, dejando a Almacenes Boyacá S.A. en un quinto lugar con un 3,57% de participación en el mercado. Además, existen otros 381 competidores que se reparten el restante 38,62% del mercado.

Gráfico No. 02



Fuente: Superintendencia de Compañías / Elaboración: PCR

Estrategias

Las características de negocio del emisor se enfocan en la comercialización, por lo que la estrategia para posicionarse en el mercado debe partir de mantener un buen nivel de inventarios, buenas prácticas de comercialización y una eficiente estructura logística.

Entre las estrategias del emisor se encuentran las siguientes: remodelación de sus locales (creación de mejor imagen), financiamiento de la banca y Mercado de Valores para poder incrementar y diversificar sus inventarios, calidad y variedad de sus productos, tecnología de punta (reduce sus costos de manejos de

³ Información Pública, disponible en las páginas web de los distintos participantes en el Mercado de Valores.

⁴ Datos tomados del Estado Financiero a abril 2017.

inventarios e incrementa su agilidad operativa), así como ofrecer, variedad de productos, el asesoramiento para sus remodelaciones y valor agregado⁵.

Almacenes Boyacá S.A. cuenta con una propia flota de vehículos para abastecer de productos a locales, así como para atender los despachos de pedidos u órdenes de compra de sus clientes del sector constructor, ferretero y por menor.

Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, PCR considera que la empresa Almacenes Boyacá S.A. tiene un nivel de desempeño aceptable (Categoría GC4, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

Almacenes Boyacá es una persona jurídica bajo la denominación de Sociedad Anónima de acuerdo con la normativa local. El capital social de la empresa es US\$ 2,71 millones (para ver la participación accionaria ver el Anexo 04). Los accionistas de la misma clase tienen los mismos derechos. La empresa no cuenta con un área encargada para la comunicación con los accionistas. Los accionistas no pueden introducir puntos en la agenda de la Junta general de Accionistas. Por otro lado, los accionistas pueden delegar su voto a terceros en la Junta general de Accionistas, procedimiento que se encuentra amparado en la Ley de Compañías.

La empresa cuenta con una política de la información, aunque ésta no se encuentra formalmente aprobada. Asimismo, la empresa cuenta con una política de Gestión Integral de Riesgos que consiste en la política de seguridad y salud en el trabajo que se revisa anualmente con la gerencia. La institución no cuenta con una definición de director independiente, tampoco con un auditor interno. Se debe mencionar también que la empresa no elabora ni difunde un informe de gobierno corporativo a los principales grupos de interés.

La plana gerencia cuenta con una amplia experiencia en el mercado, comenzando por el presidente Jose Antonio Barciona Chedraui quien tiene 54 años de experiencia trabajando en la empresa, seguido por Judith María Anton Iza, quien se desempeña como gerente ejecutiva y posee 54 años de experiencia, luego está el gerente Administrativo Financiero, Joseantonio Wadith Barciona Anton quien posee 29 años de experiencia, el gerente comercial, Fernando Alfredo Barciona Anton quien posee 17 años de experiencia y finalmente Mari Auxiliadora Barciona Anton quien se desempeña como Gerente de Compras y Merchandising y posee 19 años de experiencia en la empresa.

Empleados y Sistemas Informáticos

La empresa utiliza indicadores de resultados mensuales de manera consolidada para evaluarlos al final del año determinar el desempeño de cada cargo y de cada área y con esto tomar decisiones acerca del futuro de estas. Con estos resultados, la organización puede establecer nuevos modelos de reestructuración interna tanto en temas organizacionales como en procesos que ayuden a conseguir de manera más eficaz los objetivos de la empresa

La metodología utilizada para estas evaluaciones, así como el resultado de estas se lo determina un modelo conocido como Sueldo grama particular de Boyacá; este permite establecer la valoración de los cargos de acuerdo con el aporte y desempeño en el período en el cual se desarrolla la evaluación, la base es la estrategia organizacional y la productividad de los cargos que cada persona desempeña.

En cuanto a los sistemas informáticos, la empresa utiliza un sistema de administración contable para recolectar, organizar y analizar nuestros sucesos económicos conocido como S.C.F.I, compuesto por los módulos de inventario, puntos de venta, facturación, contabilidad, cobranzas y pagaduría. Las principales funciones del sistema son el control de la mercadería, ventas, emisión de informes financieros, registro de cobros y giros.

Responsabilidad Social

Producto del análisis efectuado, PCR considera que la empresa Almacenes Boyacá S.A. tiene un nivel de desempeño bueno (Categoría RSE3, donde RSE1 es la máxima y RSE6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.

A la fecha de corte de la información, la empresa ha realizado un proceso de identificación de sus grupos de interés de forma parcial y solo de acuerdo con lo que establece la ley. Por otro lado, la institución no realiza acciones que promuevan la eficiencia energética; a su vez que sí realiza acciones que promuevan el reciclaje mediante evacuación de materiales reciclados con gestores autorizados, en cumplimiento al registro ambiental. Se debe mencionar que la empresa no cuenta con programas o políticas que promuevan el consumo racional del agua y tampoco realiza evaluaciones ambientales de los proveedores.

Con relación al aspecto social, la empresa promueve la igualdad de oportunidades y erradicación de la discriminación entre los trabajadores y otros grupos e interés a través de un programa de proceso de

⁵Información Pública, disponible en las páginas web de los distintos participantes en el Mercado de Valores.

participación en concursos de merecimientos para los diferentes cargos. La empresa también cumple con la normativa local en cuanto a la erradicación del trabajo infantil y el trabajo forzoso, donde por política no se contrata a menores de edad para ningún cargo. Por otro lado, se verificó que la empresa excede lo dispuesto por la legislación vigente en lo relacionado a los beneficios sociales. Finalmente, la institución no cuenta con programas o políticas de vinculación con la comunidad.

Calidad de Activos:

Los activos de la empresa no han tenido una tendencia constante, estos crecían de manera firme hasta finales de 2014, a partir de 2015 el comportamiento fue inverso y se mantuvo hasta el 2016. Esto sucede por lo acontecido en la economía local, principalmente por la implementación de medidas impositivas como las salvaguardias. A partir del 2017 la empresa decide poner en marcha una estrategia diferente para afrontar futuras medidas que restrinjan las importaciones. En este sentido la empresa busca mantener un importante nivel de inventarios en stock, con esto se esperaba mantener productos sin la afectación de nuevas medidas impositivas para el futuro. A partir de esta medida la empresa vuelve a crecer en cuanto a activos hasta noviembre 2018 el cual asciende a US\$ 61,23 millones. La concentración se ha mantenido históricamente en el activo corriente, con una participación del 76,87% y 23,13% en el activo no corriente.

Durante el período analizado desde el 2013 hasta la fecha de corte analizada, el activo total siempre ha tenido en los inventarios su cuenta más representativa con un 47,52% de participación (noviembre 2018) lo que significa US\$ 29,09 millones, al compararlo con el período similar anterior esta cuenta ha crecido un 12,23%, respondiendo así a la estrategia de la empresa de incrementar sus inventarios y dinamizar así su stock con una diversificación de productos que permite ampliar sus catálogos y su oferta a los consumidores. La calificadora observa como consecuencia de la mencionada estrategia, los días de rotación de los inventarios han aumentado hasta los 541 días, lo que está por encima del promedio (421 días), lo que ha precisado que la empresa se endeude al largo plazo.

Al analizar la cartera de crédito de la empresa, se puede concluir que es de muy buena calidad. Esta asciende a los US\$ 8,25 millones, lo cual representa un 16,1% de los activos totales, esta cartera está compuesta en su mayoría (96%) por cartera por vencer concentrada principalmente en un período de cobro de 1 a 30 días (53%). El restante 4% es cartera vencida igualmente concentrada en un 68% en el período de 1 – 30 días. En cuanto al cobro de la cartera, esta ha tenido en promedio 76,35 días, sin embargo, debido a la baja rotación de los inventarios la empresa se ha visto en la necesidad de incrementar sus plazos de cobro a sus clientes para que sus productos sean más atractivos. En la línea minorista, las ventas son al contado, mientras que en la línea mayorista el crédito otorgado es hasta noventa días que va en línea con el número de días de rotación estimado por PCR que al corte de noviembre de 2018 fue de 89,83 días.

La propiedad planta y equipo representa el 13,16% de los activos totales y está compuesta por las bodegas utilizadas por la empresa para mantener los inventarios de la empresa, los equipos utilizados para la administración, control, supervisión y comunicación interna de la empresa y los vehículos que se utilizan para transportar los inventarios. No ha existido un incremento significativo en esta cuenta, y se ha reducido por motivo de las depreciaciones.

En cuanto a los otros activos, estos hacen referencia a pagos anticipados a proveedores con los cuales se mantienen términos de intercambio establecidos de 30% de anticipo para embarcar la mercadería; además dentro de esta cuenta, se encuentran el crédito tributario, los seguros prepagados y depósitos en garantía, a la fecha de corte esta cuenta representa un 8,12% del total de los activos.

Pasivos:

Desde el 2013 hasta el corte de análisis se puede constatar que los pasivos han financiado la mayor parte de los activos de la empresa, esta cuenta asciende a US\$45,33 millones hasta noviembre 2018. Dentro de los pasivos lo más representativo son las obligaciones financieras (85,74%) de las cuales 41,42% son a corto plazo y el restante 44,32% corresponden a largo plazo, luego se encuentran las cuentas por pagar que representan un 9,75% de los pasivos y dentro de la cual se pueden encontrar cuentas por pagar comerciales y cuentas por pagar con relacionadas; finalmente la cuenta de otros pasivos que representa apenas un 3,26% de los pasivos totales.

A noviembre de 2018, las obligaciones financieras de corto plazo tuvieron un crecimiento de 32,26% con relación al mismo período de 2017, mientras que las obligaciones financieras de largo plazo se redujeron en un -12,92% gracias a los pagos realizados por la empresa durante ese período. Esto provocó que la participación de las obligaciones financieras quedara de la siguiente manera: a largo plazo un 44,32% y a corto plazo un 41,42%. Esta distribución puede poner mayor presión en la liquidez de la empresa que se ha visto reducida por la baja rotación de los inventarios. No obstante, a la fecha de corte el indicador de liquidez se mantuvo en niveles adecuados (1,91 veces).

La deuda financiera se ha mantenido como la cuenta más importante dentro del pasivo y en períodos anteriores (hasta 2016), ésta se había concentrado en el corto plazo, por su giro de negocio, sin embargo, a partir de 2017 y la imposición de las salvaguardias, la empresa adoptó la estrategia de abastecimiento de

stock, lo que causó una reducción de la rotación de los inventarios por la acumulación de éstos. A noviembre 2018 la deuda financiera total es de US\$ 38,87 millones, donde se observa un incremento con relación al período anterior similar de US\$ 1,6 millones y está compuesta en mayor proporción a obligaciones bancarias con un 71,5%, y obligaciones con inversionistas (mercado de valores) con un 29,5%, se puede recalcar que la empresa no ha presentado problemas con sus acreedores y ha cancelado sus deudas en los tiempos establecidos.

Las cuentas por pagar de la empresa se incrementan un 25,05% con relación al período similar anterior, esto significa que la cuenta asciende a US\$ 3,30 millones a la fecha de corte. La empresa apalanca la mayor parte de su endeudamiento con entidades financieras y mercado de valores, los proveedores representan apenas el 7,29% de los pasivos totales puesto que estos le otorgan un plazo máximo de pago de hasta 61,47 días hasta noviembre de 2018, esto deja una brecha de liquidez para la empresa con relación a las cuentas por cobrar, que debe ser cubierta por la empresa con financiamiento de capital de trabajo. Cabe indicar que la empresa maneja marcas propias que se fabrican en Asia, Europa y América, es por esto por lo que alrededor del 80% de sus productos son importados.

Saporte Patrimonial:

Los accionistas de la empresa son: Fernando Barcelona, José Antonio Barcelona y María Auxiliadora Barcelona, con un porcentaje de participación del 33,33% cada uno.

Las utilidades de la empresa han sido, históricamente, la manera de incrementar el patrimonio, hasta el 2015 éstas mantenían una tendencia creciente, mientras que a partir del 2016 éstas comienzan a reducirse por la coyuntura económica y externalidades impuestas como las salvaguardias en el año 2015, lo que ha hecho que el patrimonio crezca de manera conservadora (1,34% con relación a noviembre 2017).

Se ha podido observar un movimiento dentro de las cuentas del patrimonio, que significó mover US\$ 1,04 millones de las reservas legales hacia aportes futuros de capital, además no se han observado repartos de dividendos sustanciales que puedan poner en riesgo al patrimonio de la empresa. Lo que en conjunto evidencia el compromiso y apoyo de los accionistas de la empresa.

Desempeño Operativo:

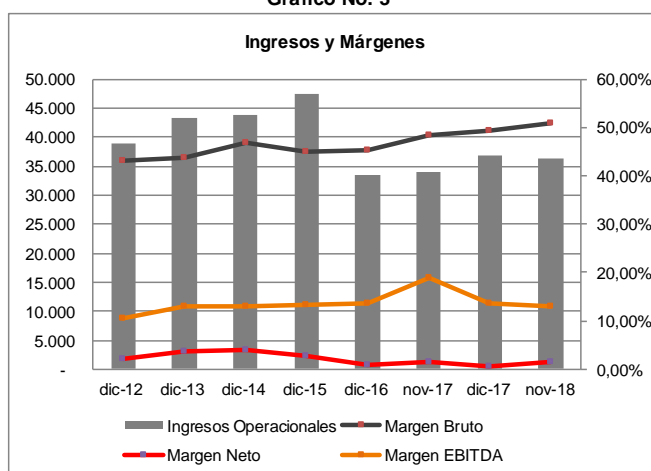
La empresa ha tenido un comportamiento que obedece al comportamiento del sector y la economía en general. Los ingresos del emisor tuvieron un crecimiento promedio de 7% durante el período 2013-2015, en el año 2016 la economía local entró en una crisis de consumo con una contracción de la demanda, agravada además por la imposición de las salvaguardias lo que desincentivó las importaciones, afectando principalmente a la empresa.

Pasado el bache económico de 2016, el 2017 se mostró como un año de recuperación para la economía en general, con las perspectivas claras, la empresa implementó nuevas estrategias para recobrar las ventas perdidas durante la crisis y acelerar su recuperación; la principal estrategia fue la de mantener un stock elevado, tomando en cuenta que el gobierno podría volver a imponer las salvaguardias, causando nuevamente una desaceleración en las ventas producto del incremento de precios.

Con relación a los márgenes, la empresa ha mostrado una mejora; el margen de costos se ha reducido a un 48,99% en noviembre 2018, teniendo en cuenta que el promedio histórico fue 53,74%, derivada de una mejor gestión en cuanto a la negociación con proveedores y el desmonte de las salvaguardias. Por su parte, los gastos operativos se han incrementado, principalmente en lo que es promoción y publicidad, monto que ha sido destinado a la propaganda de los productos de la empresa para incrementar las ventas de la empresa. También se han incrementado los gastos de salarios, comisiones y arriendos tomando en cuenta que la empresa impulsó una estrategia de expansión para incrementar el volumen de sus ventas. Se debe mencionar que el margen EBITDA se ha fortalecido hasta llegar a 13,12% en noviembre de 2018, sin embargo, la rentabilidad se desluce por los mayores gastos financieros.

Al examinar el comportamiento de los indicadores de rentabilidad, medidos por el ROA y el ROE, estos mantienen un camino similar al observado por la utilidad. Ambos mantenían un comportamiento inestable,

Gráfico No. 3



Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: PCR

con diferentes picos, sin embargo, hasta 2015 estos niveles eran adecuados para el sector (durante 2013 – 2016: ROA promedio 3,11% y ROE promedio: 11,54%), y a partir de 2016 estos indicadores se deterioraron y se mantiene la tendencia hasta la fecha de corte con un ROA: 0,9% y ROE: 3,47%. Esto se explica por el continuo incremento en los gastos operativos y financieros, y la disminución de ventas, que no se han recuperado desde el 2016 de manera significativa, esto ha repercutido en el margen neto lo que ha desencadenado una baja utilidad neta.

Si bien Almacenes Boyacá ha mostrado ser sensible a la coyuntura económica y restricciones a importaciones, PCR considera que el emisor presenta capacidad de generación de flujos, derivado de su posicionamiento y adecuada administración de capital de trabajo.

Cobertura con EBITDA:

La utilidad antes de interés, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) está relacionado con la capacidad de la empresa para generar ventas y mantener sus gastos controlados para no afectar sus márgenes. El EBITDA de la empresa en promedio durante 2013 – noviembre 2018 fue US\$5,02 millones, sin embargo, esta desmejora después de 2016 que es cuando se implementaron las salvaguardias en la economía y la empresa tuvo una caída fuerte en ventas (-29.53%), a partir de este hito las ventas se han recuperado lentamente a razón de 8,15% en promedio hasta noviembre de 2018.

También se debe considerar que la empresa mantiene ventas

estacionales, puesto que la construcción va ligada fuertemente a los cambios en el clima, por lo que sus ventas cambian dependiendo la temporada, en el último trimestre del año, la empresa suele realizar muy buenas ventas, con relación a otros meses del año.

La empresa ha manejado siempre una cobertura razonable de los gastos financieros con relación a la capacidad de la empresa para generar ventas y por lo tanto EBITDA. La capacidad de pago se ha mantenido en promedio en 2,03 veces (2013 – noviembre 2018), durante el 2018 este indicador fue de 1,78 veces. Pese a una menor cobertura, el emisor sigue manteniendo niveles adecuados y ha podido mejorar sus niveles de capital de trabajo.

Endeudamiento:

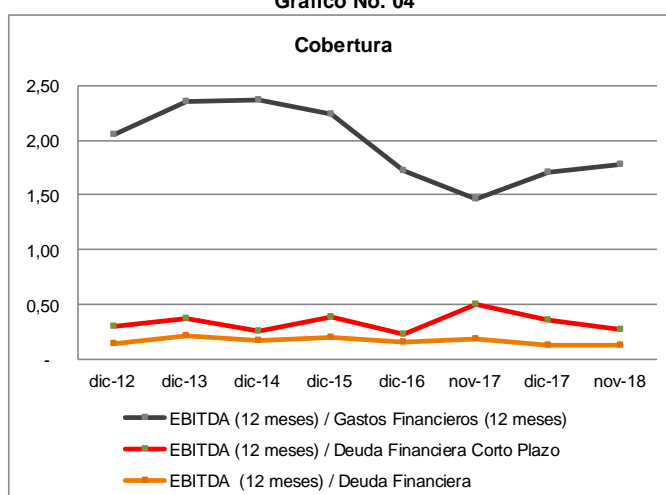
El apalancamiento financiero de la empresa se ha incrementado durante los últimos años debido a la estrategia de incrementar los niveles de inventarios, por este motivo el apalancamiento a noviembre 2018 se encuentra en 2,44 veces cuando el promedio (2013 – noviembre 2018) se encontraba en 2,22 veces; a observar el comportamiento de estas ratios y compararlos con el desarrollo del patrimonio y las ventas, se puede decir que esta tendencia tiende a estabilizarse en el tiempo.

La empresa ha mantenido una determinada relación en cuanto a su endeudamiento con relación a los plazos, al ser una empresa de comercio, la deuda se concentraba en el corto

plazo, a partir de 2016 esta composición cambia, debido también al cambio de estrategia de la empresa de mantener un inventario fuerte en stock; por este motivo la empresa cambia esa composición hasta llegar a lo que se mantiene actualmente con un 51,69% en el largo plazo y el restante 48,31% en el corto plazo.

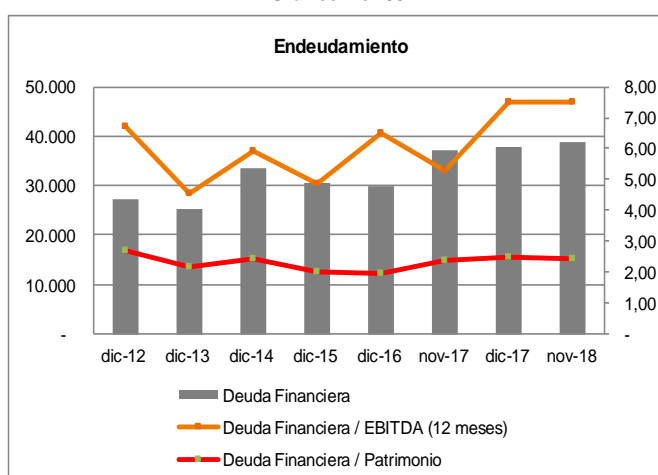
Con relación a la generación de utilidades de la empresa para poder realizar los pagos de las deudas financieras que esta mantiene se analiza los flujos de EBITDA, y se concluye que la empresa podría liquidar

Gráfico No. 04



Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: PCR

Gráfico No. 05

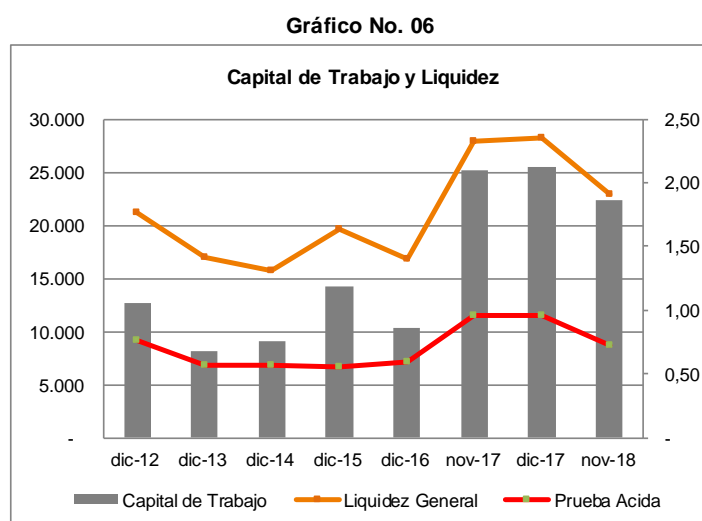


Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: PCR

sus deudas financieras en un lapso de 7,50 años, lo cual está por encima del promedio 2013-2017 (5,86 años), por lo que se considera razonable la reestructuración de la deuda en el largo plazo y la colocación de la nueva emisión de obligaciones hasta 4 años plazo, ésta última destinada en su mayor parte a sustituir pasivos con instituciones financieras.

Liquidez y Flujo de Efectivo:

Debido al modelo del negocio que maneja la empresa, esta ha mantenido una concentración de en los activos corrientes, estos representan un 76,87% del total, de esta manera se favorecen los niveles de liquidez, lo que ayuda a la empresa a mantener en promedio una liquidez general de 1,76 veces (2013 – noviembre 2018). Por su parte, la prueba ácida se reduce con relación a noviembre 2017 puesto que se incrementa la concentración en los inventarios, esta llega a un valor de 0,73 veces, aunque se mantiene sobre el promedio histórico de 0,69 veces. Es importante destacar que el capital de trabajo se ve beneficiado a partir de 2016 cuando se reestructura la deuda, manteniendo a la fecha corte un saldo positivo de US\$ 22,40 millones.



Fuente: Almacenes Boyacá S.A. / Elaboración: PCR

Con relación a los flujos de efectivo generados por la empresa, las actividades operativas muestran un saldo negativo de US\$ -307,06 mil, las actividades de inversión de US\$ -872,72 mil y el financiamiento neto de US\$ 887,76 mil, sumando estos valores al saldo inicial de US\$ 1,85 millones se obtiene un saldo final de US\$ 1,56 millones.

Instrumento Calificado

Sexta Emisión de Obligaciones

Con fecha 12 de junio de 2018, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la Compañía Almacenes Boyacá S.A., resolvió aprobar la Sexta Emisión de Obligaciones de largo plazo, por un monto de US\$ 10.000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de la emisión				
Emisor:	Almacenes Boyacá			
Monto de la Emisión:	US\$ 10.000.000,00			
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América			
Series, monto y plazo	Clase	Monto (US\$)	Plazo (días)	Tasa
	1	2.500.000,00	720	8,50%
	2	2.500.000,00	900	8,50%
	3	2.500.000,00	1080	8,50%
	4	2.500.000,00	1440	8,50%
Valor Nominal de cada Título	Los títulos son desmaterializados y se negocian en montos mínimos de US\$ 1,000			
Fecha de Emisión:	El plazo la emisión corre a partir de la fecha de negociación de estos en las Bolsas de Valores, entendiéndose como fecha inicial de cálculo la fecha de la primera colocación primaria de cada Clase.			
Contrato de Underwriting:	La presente emisión no tiene contrato de underwriting.			
Rescates anticipados:	El presente Emisión de Obligaciones no considera rescates anticipados ni sorteos para su redención anticipada.			
Sistema de Colocación:	La colocación de las obligaciones se podrá realizar en el mercado primario y en el mercado secundario solamente a través del mercado bursátil.			

Agente Pagador:	DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A.	
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo con lo establecido en el Art. 162 Ley de Mercado de Valores	
Amortización de capital	Clase	Pagos de cupón
	1	Al vencimiento
	2	Al día 540 y al Vencimiento
	3	Semestral
	4	Trimestral
Pago de intereses	Trimestral	
Estructurador Financiero, Legal y	PLUSBURSÁTIL CASA DE VALORES S. A	
Agente Colocador:		
Representante de los Obligacionistas:	AVALCONSULTING CIA. LTDA.	
Destino de los recursos:	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados, en un noventa por ciento a sustitución de pasivos con instituciones financieras a conveniencia de la compañía, y un diez por ciento a capital de trabajo consistente en pago a proveedores por compras de inventario para abastecimiento y posterior venta.	
Resguardos de ley:	1) a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, b) Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	
	2) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora,	
	3) Mantener durante la vigencia de la emisión de obligaciones. La relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, del Título III de la Codificación de las Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.	
Límite de Endeudamiento	Como límite a su endeudamiento, se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,80, en todo momento mientras esté vigente la emisión.	
Garantía:	La presente emisión se encuentra respaldada por Garantía General en los términos que establece la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos.	
Fecha de Emisión:	18 de septiembre de 2018	
Fecha de vencimiento:	18 de septiembre de 2020 (clase 1)	

Fuente: Prospecto de Oferta Pública/ Elaboración: PCR

La colocación de los valores inició el 18 de septiembre de 2018 y hasta la fecha de corte se había colocado US\$ 2,05 millones de la Clase 1. Cabe indicar que la amortización de capital de esta clase es al vencimiento y pagos de interés trimestral, por lo que a la fecha de corte no se han realizado pagos. En el Anexo 1 se muestra la table de amortización de las obligaciones.

Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la sexta emisión de obligaciones, el emisor considera en el flujo de caja el pago de cada cuota a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

Resguardos de ley:

Almacenes Boyacá S.A., se compromete a mantener los siguientes resguardos a la emisión, según Acta de la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas de fecha 12 de junio de 2018.

1. Para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:
- Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores;
 -

Indicador semestral de liquidez - a noviembre 2018							
Detalle	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	Promedio Semestral
Activo corriente	47.997.326	47.075.691	45.809.168	47.438.002	47.618.800	47.065.351	
Pasivo corriente	22.832.153	22.345.293	22.332.163	24.949.646	24.678.606	24.672.537	
Liquidez	2,10	2,11	2,05	1,90	1,93	1,91	2

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A. / Elaboración: PCR

La aprobación de la presente emisión fue en septiembre 2018, por lo que hasta la fecha de corte analizada (nov18) no se completan los seis meses para el cálculo del resguardo promedio semestral de liquidez. No obstante, se observa una tendencia de cumplimiento del indicador.

- 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.

Resguardo	
Componentes	nov-18
Activos reales	39.503.604
Pasivos exigibles	24.572.638
Indicador	1,61

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A. / Elaboración: PCR

El emisor cumple con el resguardo.

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
El emisor no tiene obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores).
El emisor cumple con lo que establece la ley.

Límite de Endeudamiento:

Almacenes Boyacá S.A. se compromete a mantener una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a cero punto ocho (0,8), en todo momento mientras esté vigente la emisión.

Cumplimiento a noviembre 2018				
Pasivo Financiero	Activo Total	Indicador	Parámetro	Cumplimiento
38.867	61.230	0,6345	No mayor a 0,80	SI

Fuente: Prospecto de Oferta Pública/ Elaboración: PCR

Quinta Emisión de Obligaciones

Con fecha 19 de junio de 2017, la Junta General y Extraordinaria de Accionistas de la Compañía Almacenes Boyacá S.A., resolvió autorizar la Quinta Emisión de Obligaciones, por un monto de US\$ 4.000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de la Emisión	
Emisor:	ALMACENES BOYACÁ S.A.
Monto de la Emisión:	US\$ 4.000.000,00
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América
Valor Nominal de cada Título:	Se emitirán valores de valor nominal unitario de US\$ 1.000,00, o múltiplos.
Plazo de la emisión:	Las obligaciones tienen un plazo de 1.440 días, considerándose una base comercial de 360 días por año.
Tasa de interés o rendimiento:	El interés compensatorio de las obligaciones devenga, un equivalente a una Tasa de Interés Fija del Ocho por ciento (8,00%) anual, considerándose una base comercial de 360 días por año. Se paga intereses cada trimestre vencido sobre el saldo del capital existente.
Pago de Capital:	El pago del total del capital de las obligaciones se realiza trimestralmente en partes iguales.
No. de cupones para el pago de intereses y capital en los valores:	Al ser ésta una emisión desmaterializada, los pagos tienen esa misma naturaleza. A la Clase A(única) le corresponden dieciséis (16) pagos de interés y capital.
Agente Pagador:	El agente pagador de la presente emisión de obligaciones es DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES DECEVALE S.A. En el caso que la fecha de pago ocurra en día no hábil, éste se hará el primer día hábil siguiente, sin que por esto se reconozcan intereses adicionales.
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Sistema de colocación	El sistema de colocación es Bursátil. El colocador y estructurador de la emisión es PLUSBURSATIL Casa de Valores S.A.
Contrato de Underwriting	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting para su colocación.
Rescates Anticipados	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.
Términos de conversión en acciones:	La presente emisión de obligaciones no es convertible en acciones.
Destino del uso de los recursos provenientes de la colocación de la emisión de obligaciones	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones son destinados a sustitución de pasivos con instituciones financieras que tengan mayor costo financiero y/o menor plazo que la emisión de obligaciones y para capital de trabajo consistente en pago a proveedores por compras de inventario para abastecimiento y posterior venta.
Garantía:	Las obligaciones que se emitan cuentan con la garantía general del emisor, la cual consiste en todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero).
Resguardos de Ley:	1) Para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, el emisor se compromete a: a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y b) Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. 2) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 3) Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores).
Límite de Endeudamiento:	El emisor se compromete a mantener una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a cero punto ocho (0,8), en todo momento mientras esté vigente la emisión.
Fecha de emisión:	11 de septiembre de 2017
Fecha de vencimiento:	11 de septiembre de 2021

Fuente: Prospecto de Oferta Pública/ Elaboración: PCR

La colocación de los valores inició el 11 de septiembre de 2017 y el 26 de diciembre de 2017 se terminó de colocar los US\$ 4.000.000 de la Quinta Emisión de Obligaciones, valor que representa el 100% del monto aprobado. La tabla de amortización se muestra en el Anexo 2.

Resumen del Pago de Dividendos por Serie				
Clase	Capital	Interés	Total	Saldo de Capital
Clase 1	250.000	65.000	315.000	3.000.000,00
Total	250.000	65.000	315.000	3.000.000,00

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./Elaboración: PCR

Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la quinta emisión de obligaciones, el emisor considera en el flujo de caja el pago de cada cuota a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

Resguardos de ley:

Almacenes Boyacá S.A., se compromete a mantener los siguientes resguardos a la emisión, según Acta de la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas de fecha 12 de junio de 2018.

1. Para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:
 - d) 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;

Indicador semestral de liquidez - a noviembre 2018							
Detalle	feb-18	mar-18	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	Promedio Semestral
Activo corriente	45.988.532	46.448.118	45.988.532	45.964.734	47.997.326	47.075.691	
Pasivo corriente	20.992.694	20.884.765	20.992.694	21.314.613	22.832.153	22.345.293	
Liquidez	2,19	2,22	2,19	2,16	2,10	2,11	2,16

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A. / Elaboración: PCR

El emisor cumple con el resguardo. Adicional, a la fecha de corte el indicador fue de 2,04 veces.

- e) 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.

Resguardo	
Componentes	nov-18
Activos reales	39.503.604
Pasivos exigibles	24.572.638
Indicador	1,61

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A. / Elaboración: PCR

El emisor cumple con el resguardo.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
El emisor no tiene obligaciones en mora.
3. Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores).
El emisor cumple con lo que establece la ley.

Límite de Endeudamiento:

Almacenes Boyacá S.A. se compromete a mantener una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a cero punto ocho (0,8), en todo momento mientras esté vigente la emisión.

Cumplimiento a noviembre 2018				
Pasivo Financiero	Activo Total	Indicador	Parámetro	Cumplimiento
38.867	61.230	0,6345	No mayor a 0,80	SI

Fuente: Prospecto de Oferta Pública/ Elaboración: PCR

Segunda Emisión de Papel Comercial

Con fecha 19 de junio de 2017, la Junta General y Extraordinaria de Accionistas de la Compañía Almacenes Boyacá S.A., resolvió autorizar la Segunda Emisión de Papel Comercial, por un monto de US\$ 4.000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características del Instrumento	
Emisor:	ALMACENES BOYACÁ S.A.
Monto de la Emisión:	US\$ 4.000.000,00
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América
Tasa	Cupón cero
Plazo de la emisión	Hasta 359 días
Amortización para el pago de capital	Al vencimiento de cada valor.
Sistema de sorteos y rescates anticipados:	La presente emisión de papel comercial no contempla sistema de sorteos ni rescates anticipados.
Contrato de underwriting:	La presente emisión no contempla contrato de underwriting.
Representante de los Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Sistema de colocación:	La presente emisión de los valores es desmaterializada. La colocación se realiza a través del mercado bursátil.
Agente Pagador:	El agente pagador del presente programa emisión de papel comercial es la compañía Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. En el caso que la fecha de pago ocurra en día no hábil, éste se hará el primer día hábil siguiente.
Destino de los recursos a captar:	Los recursos obtenidos de la emisión de papel comercial son destinados, conforme la disponibilidad, la oportunidad y la coyuntura al momento de cada colocación a: sustitución de pasivos con instituciones financieras que tengan un costo financiero mayor que el papel comercial y, a pago a proveedores por compras de inventario para abastecimiento y posterior venta.
Garantía:	El papel comercial que se emite cuenta con la garantía general del emisor, la cual consiste en todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero).
Resguardos de Ley:	<p>1) Para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, el emisor se compromete a:</p> <p>a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y</p> <p>b) Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</p> <p>2) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</p> <p>3) Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores).</p>
Fecha de emisión:	7 de junio de 2018
Fecha de vencimiento:	22 de agosto de 2019

Fuente: Circular de Oferta Pública / Elaboración: PCR

El presente programa de papel comercial hizo uso de su mecanismo de revolvencia, es así como el 7 de junio de 2018 inició la colocación de los valores y hasta la fecha de corte se había colocado US\$ 3.821.000. En el Anexo 3 se muestra el cronograma de pagos del presente papel comercial.

Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la quinta emisión de obligaciones, el emisor considera en el flujo de caja el pago de cada cuota a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

Resguardos de ley:

Almacenes Boyacá S.A., se compromete a mantener los siguientes resguardos a la emisión, según Acta de la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas de fecha 12 de junio de 2018.

1. Para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:
 - f) 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;

Indicador semestral de liquidez - a noviembre 2018							
Detalle	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	Promedio Semestral
Activo corriente	47.997.326	47.075.691	45.809.168	47.438.002	47.618.800	47.065.351	
Pasivo corriente	22.832.153	22.345.293	22.332.163	24.949.646	24.678.606	24.672.537	
Liquidez	2,10	2,11	2,05	1,90	1,93	1,91	2

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A. / Elaboración: PCR

El emisor cumple con el resguardo. Adicional, a la fecha de corte el indicador fue de 2,0 veces.

- g) 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.

Resguardo	
Componentes	nov-18
Activos reales	39.503.604
Pasivos exigibles	24.572.638
Indicador	1,61

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A. / Elaboración: PCR

El emisor cumple con el resguardo.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
El emisor no tiene obligaciones en mora.
3. Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores).
El emisor cumple con lo que establece la ley.

Límite de Endeudamiento:

Almacenes Boyacá S.A. se compromete a mantener una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a cero punto ocho (0,8), en todo momento mientras esté vigente la emisión.

Cumplimiento a noviembre 2018				
Pasivo Financiero	Activo Total	Indicador	Parámetro	Cumplimiento
38.867	61.230	0,6345	No mayor a 0,80	SI

Fuente: Prospecto de Oferta Pública/ Elaboración: PCR

Activos que respaldan las Emisiones: Análisis de la calidad y capacidad para ser liquidados

A la fecha de corte, los activos que respaldan las emisiones analizadas presentan una cobertura holgada frente al saldo no redimido de los instrumentos.

Las cuentas por cobrar son de alta calidad, ya que el 96% corresponde a cartera por vencer con alrededor de cuatro rotaciones en el año y que se ubican dentro de las políticas del emisor, por otra parte, el inventario es la cuenta más representativa dentro del activo y es monitoreada continuamente con el fin de evitar excesos o falta de inventario en bodegas.

Activos que respaldan las emisiones (US\$ Miles) - noviembre 2018							
Activos	Valor en libros	Saldo emisiones en circulación			Saldo por colocar		
		V emisión	VI emisión	Papel comercial	V emisión	VI emisión	Papel comercial
Cuentas por Cobrar, cliente neto	9.860	3.000	2.050	3.821	0	7.950	200
Inventarios	29.099						
Total	38.959	8.871			8.150		

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Cumplimiento de Proyecciones de las Emisiones:

A continuación, se muestran las proyecciones del estado de resultados de Almacenes Boyacá que corresponden al período 2017-2022. PCR tomó las últimas proyecciones realizadas por el emisor y que constan en el Prospecto de Oferta Pública de la Sexta Emisión de Obligaciones, aprobado en septiembre de 2018.

A diciembre 2017 la empresa superó el objetivo en utilidad operativa, no obstante, la utilidad neta presentó un cumplimiento de 47,97%, explicado por el costo financiero mayor a lo esperado y el bajo nivel de ingresos no operativos.

Las proyecciones el escenario pesimista denotan un decrecimiento en los ingresos del -2% para el año 2018 frente al 2017 sin embargo para 2018 solo se considera noviembre por lo que el resultado final aún puede mejorar durante el último mes. En noviembre de 2018 se mantiene la tendencia creciente en los ingresos con un 6,21% de incremento con relación al período anterior similar; el cumplimiento de sus ingresos llega a un 95% tomando en cuenta lo proyectado para 2018, además, la utilidad antes de impuestos alcanza un 130% de cumplimiento tomando en cuenta que solo falta un mes para completar el año frente a lo estimado a fin de año. Para los siguientes años (2019-2021) se tiene un crecimiento estable de 3%, lo que tiene coherencia también con la prudencia en las proyecciones en cuanto al tiempo que se podría predecir con certeza.

El cumplimiento que presenta el emisor en proyecciones de utilidad está explicado por el nivel de margen neto y el constante fortalecimiento de sus activos por crecimiento de los inventarios, castigando rentabilidad para incrementar el capital de trabajo.

Almacenes Boyacá S.A.										
Estado de Resultados (US\$)										
Proyección Escenario Pesimista										
	Proy 2017	Real dic-17	Cumpl	Proy 2018	Real nov-18	Cumpl	Proy 2019	Proy 2020	Proy 2021	Proy 2022
INGRESOS POR VENTAS	33.860	36.901	109,00%	38.036	36.222	95%	39.937	41.135	42.370	43.641
Costo de ventas	18.402	18.748	101,88%	20.051	17.744	88%	21.054	21.686	22.336	23.006
UTILIDAD BRUTA	15.458	18.153	117,43%	17.984	18.479	103%	18.883	19.450	20.033	20.634
Gastos Operacionales	12.624	14.949	118,42%	14.503	15.407	106%	14.828	14.979	15.191	15.457
UTILIDAD OPERATIVA	2.834	3.204	113,04%	3.481	3.072	88%	4.056	4.471	4.842	5.178
Gastos Financieros	2.634	2.965	112,54%	3.090	2.675	87%	2.761	2.625	2.332	2.521
Otros ingresos	826	262	31,68%	-	110		-	-	-	-
Otros gastos	44	-	0,00%	-	-		-	-	-	-
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	981	501	51,01%	391	506	130%	1.294	1.847	2.510	2.656
Reparto trabajadores	147	75	51,01%	59	-		194	277	377	398
Impuesto a la Renta	475	253	53,31%	123	-		375	493	616	600
UTILIDAD NETA	359	172	47,97%	209	506	242%	725	1.077	1.517	1.658

Fuente: Prospecto de Oferta Pública y ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Garantía General de las Emisiones

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen al corte de 30 de noviembre de 2018, es así como el monto máximo a emitir es de US\$ 38,49 millones por lo que las emisiones en circulación se encuentran dentro del monto máximo permitido por Ley.

Certificado de Activos Libres de Gravamen a noviembre 2018	
Detalle	Monto US\$
Total Activos	61.230.409,21
(-) Activos Diferidos e Intangibles	40.114,77
(-) Impuestos Diferidos	-
(-) Activos Gravados	4.060.065,87
(-) Activos en Litigio	111.115,07
(-) Impugnaciones Tributarias	0
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	8.871.300,00
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	29.097,08
Total de Activos Libres de Gravamen	48.118.716,42
80% Activos Libres de Gravamen	38.494.973,14

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Activos en litigio:

A noviembre 2018, Almacenes Boyacá S.A. reportó activos en litigio por US\$ 111 mil, valor que resulta marginal y por lo tanto no representa una exposición de riesgo para la empresa o amenaza importante que pueda afectar a sus niveles de patrimonio.

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 30 de noviembre de 2018, los valores que mantiene Almacenes Boyacá S.A. en el mercado de valores por los procesos de emisión de obligaciones y de papel comercial, son inferiores al límite del 200% de su patrimonio que establece la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación (Miles US\$) – Al 31 de mayo de 2018	
Detalle	Valor
Patrimonio	15.898.458
200% Patrimonio	31.796.917
Monto no redimido de obligaciones en circulación	8.871.300
Total Valores en Circulación y por emitir	8.871.300
Total Valores en Circulación y por emitir / Patrimonio (debe ser menor al 200%)	55,80%

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pago 2, mismo que está respaldado por la garantía general en 5,51 veces como se detalla a continuación:

Posición Relativa de la Garantía General (US\$ miles)				
Orden de Prelación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	1.476	8.871	30.456	3.305
Pasivo Acumulado	1.476	10.347	40.803	44.108
Fondos Líquidos (Caja y Bancos)	1.563			
Activos Libres de Gravamen (sin considerar saldo emisiones en circulación)	56.989			
Cobertura Fondos Líquidos	1,06	0,15	0,04	0,04
Cobertura ALG	38,61	5,51	1,40	1,29

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR

Información utilizada para la Calificación

- Información financiera:** Los estados financieros de Almacenes Boyacá S.A. fueron auditados para los periodos 2013, 2014 por la firma Campos & Asociados Cía. Ltda.; para el periodo 2015 por la firma AUDITACORP Cía. Ltda., para el año 2016 y 2017 por NVG Asesorías y Negocios S.A. Los Estados financieros se presentaron sin salvedades. Además, información interna con corte noviembre 2017 y noviembre 2018.
- Certificado de los Activos Libres de Gravamen con corte noviembre de 2018.
- Prospecto de la Sexta Emisión de Obligaciones.
- Escritura de la Sexta Emisión de Obligaciones.
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de Almacenes Boyacá, de fecha 19 de junio de 2017.
- Acta de la Junta General de Accionistas de Almacenes Boyacá, de fecha 12 de junio de 2018.
- Prospecto de la Quinta Emisión de Obligaciones.
- Escritura de la Quinta Emisión de Obligaciones.
- Circular de Oferta Pública.
- Contrato de Circular de Oferta Pública.
- Otros papeles de trabajo

Presencia Bursátil

- Situación del Mercado de Valores:**

El mercado de valores, como alternativa de financiamiento, no se ha logrado desarrollar en el país, ya que en mayor medida se ofertan títulos de renta fija (99% de los títulos ofertados hasta noviembre 2018) y en mercado primario (85% se negocia en mercado primario según datos de la Superintendencia de Compañías hasta noviembre 2018), esto se debe a la fuerte presencia de las instituciones financieras y la escasa cultura bursátil que existe en el país.

Para noviembre de 2018 el monto negociado entre las bolsas de Quito y Guayaquil fue de US\$ 749 millones, que significó un incremento del 48,74% frente a noviembre de 2017, debido principalmente a las nuevas emisiones del sector privado. Se ha observado que el crecimiento entre noviembre 2017 y noviembre 2018 viene dado principalmente por el sector privado, el cual crece un 107,71% mientras que el sector público crece en apenas un 7,70%.

Las negociaciones del sector privado (Certificados de Depósito, Papel Comercial, Obligaciones, otros) aportaron con el 42,69%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Certificados de Inversión, otros) lo hicieron con el 57,31%.

- Indicador de Presencia Bursátil**

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable⁶. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser un negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente fórmula:

⁶ Sección II, Capítulo XVI del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: "Conformación Accionaria y Presencia Bursátil" Art. 10, numerales 2 y 5

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{N^{\circ} \text{ de días negociados mes}}{N^{\circ} \text{ de ruedas mes}}$$

Para la emisión de obligaciones de Almacenes Boyacá S.A., el indicador se ubicó en promedio en 0,06 veces según información de la Bolsa de Valores durante el período enero-noviembre 2018, ya que se realizaron muy pocas negociaciones en el mercado secundario, lo que significa que los valores tienen una liquidez casi nula, sin embargo, esto obedece al comportamiento del mercado de valores en la economía nacional, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y se los negocia en el mercado primario.

Presencia Bursátil										
Emisor / Originador	Instrumento	Monto Autorizado US\$	Bolsa	No. Transacciones	Monto Negociado Mercado secundario	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
Almacenes Boyacá	V Emisión de Obligaciones	4.000.000	QUITO	6	633.437,50	2	enero de 2018	2	22	9%
Almacenes Boyacá	VI Emisión de Obligaciones	10.000.000	QUITO	2	5.000,00	1	octubre de 2018	1	22	5%
Almacenes Boyacá	II PAPEL COMERCIAL	4.000.000	QUITO	1	131.000,00	1	junio de 2018	1	21	5%

Fuente: Bolsa de Valores Quito / Elaboración: PCR

PCR considera que el indicador de presencia bursátil en valores de renta fija no refleja la liquidez real del valor, dado que en el país el mercado secundario es mínimo; el rendimiento atractivo que ofrecen los títulos de renta fija incentiva a mantener la inversión hasta el vencimiento. Es por esto por lo que PCR opina que la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez del valor en el mercado.

Almacenes Boyacá S.A., registra vigente en el Mercado de Valores la Sexta Emisión de Obligaciones con un monto autorizado de US\$ 10 millones y colocado a la fecha de US\$ 2,050 millones, la Quinta Emisión de Obligaciones por US\$ 3,00 millones de saldo de capital y la Segunda Emisión de Papel Comercial por US\$ 3,821 millones de saldo de capital, como se detalla a continuación:

Presencia Bursátil (US\$)				
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Saldo de capital	Calificaciones
			Noviembre de 2018	
Sexta Emisión de Obligaciones	SCVS-INMD-DNAR-2018-00008116	10.000.000	2.050.300	PCR
	7-Sep-18			AA+ (corte Mayo18)
Quinta Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2017-00003798	4.000.000	3.000.000	PCR
	30-Ago-17			AA+ (corte Mayo18)
Segunda Emisión de Papel Comercial	SCVS-INMV-2017-00003841	4.000.000	3.821.000	PCR
	01-Sep-17			AA+ (corte Mayo18)
Total		18.000.000	8.871.300	

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Respecto al grado de aceptabilidad del valor, se debe indicar lo siguiente:

- La colocación de los valores de la Quinta Emisión de Obligaciones inició el 11 de septiembre de 2017 y el 26 de diciembre de 2017 se terminó de colocar los US\$ 4.000.000, valor que representa el 100% del monto aprobado.
- El programa de papel comercial hizo uso de su mecanismo de revolvenencia, es así como el 7 de junio de 2018 inició la colocación de los valores y hasta noviembre 2018 se había colocado US\$ 3.821.000.
- La colocación de los valores de la Sexta Emisión de Obligaciones inició el 18 de septiembre de 2018 y hasta noviembre 2018 se había colocado US\$ 2,05 millones de la Clase 1.

Hechos de Importancia

- El 23 de octubre de 2018 se realizó el pago 16 de 16 de la IV emisión de obligaciones por un valor de US\$ 402.198,5, de los cuales US\$394.312,50 corresponden a capital y US\$7.886,00 a intereses.
- El 18 de septiembre de 2018 se empezó a colocar la Sexta emisión de obligaciones por un monto aprobado de US\$ 10 millones.

- En el mes de junio de 2018, se hizo uso del mecanismo de revolvencia del papel comercial por un valor aprobado de US\$4,00 millones.
- A la fecha de comité (y con fecha 11 de diciembre de 2018) se había realizado el pago número 5 de la V emisión de obligaciones con un valor de US\$ 310 mil, de los cuales US\$ 250 mil corresponden a capital y US\$ 60 mil a intereses.
- En junio de 2017 concluyó el cronograma de desmantelamiento de las salvaguardias para el equilibrio de la balanza de pagos, medida que incrementaba los costos de los productos comercializados por el emisor y desincentivaba las ventas.
- El 15 de junio de 2018, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Almacenes Boyacá resolvió autorizar un aumento de capital por US\$ 1,04 millones con cargo a reservas, esto incrementará el capital social hasta un monto de US\$ 3,75 millones.

Relación con Empresas Vinculadas

El emisor mantiene negocios con empresas relacionadas. Las cuentas por cobrar relacionadas (2,57% del activo de Almacenes Boyacá), no generan intereses y no tienen garantías específicas. Estas cuentas por cobrar se concentran en el largo plazo por deudas contraídas con los bancos para financiar la construcción de inmuebles, mismas que se devengarán con el arriendo operativo por el uso del bien mediante facturas.

Adicional, la compañía posee cuentas por pagar relacionadas (vencimiento corriente), pero no se compensan para fines de presentación de estados financieros, se liquidan al momento de su mutua bancarización de pago. Las más representativas corresponden a Commision y Predial Nájera que se dedican al alquiler de inmuebles y Divilecsa (por reclasificación de valores cargados a Predial Nájera por financiación de compra de terreno).

Las cuentas por pagar a largo plazo son por deudas contraídas con los bancos para financiar adquisición-construcción de inmuebles de Cías. Relacionadas, estas cuentas se devengan con el arriendo operativo por el uso del bien, el cual esta soportado con factura y se reconocen las cuentas por pagar compañías relacionadas, una vez bancarizado el pago, inmediatamente se abonan las cuentas por cobrar l/p (no generan intereses), de modo que no representan entradas de efectivo para Almacenes Boyacá.

Operaciones con Relacionadas		
Cuentas por Cobrar		
Relacionadas	nov-17	may-18
Corriente	1.238	1.574
No Corriente	5.211	6.071
Listonsa S.A.	292	292
Prosmuvento S.A.	139	124
Commisión S.A.	2.399	2.399
Mattescorp S.A.	119	119
Predial Capitán Najera S.A.	2.262	2.262
Divilecsa S.A.	-	876
Total por Cobrar	6.449	7.645
Cuentas por Pagar		
Relacionadas	may-17	may-18
Corriente	744,40	1.113,37
Total por Pagar	744,40	1.113,37

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./Elaboración: PCR

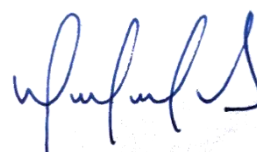
Miembros de Comité



Econ. Karla Torres



Econ. Ximena Redin



Econ. Yoel Acosta

Anexos

Cuarta Emisión de Obligaciones

Anexo 01: Tabla de Amortización					
Fecha	Capital	Interés	Cuota	Monto no Redimido	Estado
24-Oct-14				6.309.000,00	
24-Ene-15	394.312,50	126.180,00	520.492,50	5.914.687,50	Cancelado
24-Abr-15	394.312,50	118.294,00	512.606,50	5.520.375,00	Cancelado
14-Jul-15	394.312,50	110.408,00	504.720,50	5.126.062,50	Cancelado
24-Oct-15	394.312,50	102.521,00	496.833,50	4.731.750,00	Cancelado
24-Ene-16	394.312,50	94.635,00	488.947,50	4.337.437,50	Cancelado
24-Abr-16	394.312,50	86.749,00	481.061,50	3.943.125,00	Cancelado
14-Jul-16	394.312,50	78.863,00	473.175,50	3.548.812,50	Cancelado
24-Oct-16	394.312,50	70.976,00	465.288,50	3.154.500,00	Cancelado
24-Ene-17	394.312,50	63.090,00	457.402,50	2.760.187,50	Cancelado
24-Abr-17	394.312,50	55.204,00	449.516,50	2.365.875,00	Cancelado
14-Jul-17	394.312,50	47.318,00	441.630,50	1.971.562,50	Cancelado
24-Oct-17	394.312,50	39.431,00	433.743,50	1.577.250,00	Cancelado
24-Ene-18	394.312,50	31.545,00	425.857,50	1.182.937,50	Cancelado
24-Abr-18	394.312,50	23.659,00	417.971,50	788.625,00	Cancelado
14-Jul-18	394.312,50	15.773,00	410.085,50	394.312,50	Cancelado
24-Oct-18	394.312,50	7.886,00	402.198,50	0,00	Cancelado

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Quinta Emisión de Obligaciones

Anexo 02: Tabla de Amortización					
Fecha	Interés	Capital	Cuota	Monto no Redimido	Estado
				1.545.000,00	
11-dic-17	44.120,00	137.875,00	181.995,00	3.750.000,00	Cancelado
11-mar-18	75.000,00	250.000,00	325.000,00	3.500.000,00	Cancelado
11-jun-18	70.000,00	250.000,00	320.000,00	3.250.000,00	Cancelado
11-sep-18	65.000,00	250.000,00	315.000,00	3.000.000,00	Cancelado
11-dic-18	60.000,00	250.000,00	310.000,00	2.750.000,00	Cancelado
11-mar-19	55.000,00	250.000,00	305.000,00	2.500.000,00	Por Pagar
11-jun-19	50.000,00	250.000,00	300.000,00	2.250.000,00	Por Pagar
11-sep-19	45.000,00	250.000,00	295.000,00	2.000.000,00	Por Pagar
11-dic-19	40.000,00	250.000,00	290.000,00	1.750.000,00	Por Pagar
11-mar-20	35.000,00	250.000,00	285.000,00	1.500.000,00	Por Pagar
11-jun-20	30.000,00	250.000,00	280.000,00	1.250.000,00	Por Pagar
11-sep-20	25.000,00	250.000,00	275.000,00	1.000.000,00	Por Pagar
11-dic-20	20.000,00	250.000,00	270.000,00	750.000,00	Por Pagar
11-mar-21	15.000,00	250.000,00	265.000,00	500.000,00	Por Pagar
11-jun-21	10.000,00	250.000,00	260.000,00	250.000,00	Por Pagar
11-sep-21	5.000,00	250.000,00	255.000,00	0	

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Sexta Emisión de Obligaciones

Anexo 03: Tabla de Amortización Original de Emisión de Obligaciones Clase 1 (US\$)					
Cuota	Capital	Intereses	Total	Saldo Capital	Estado
0 (0 días)	-	-	-	2.500.000	
1 (90 días)	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000	Por vencer
2 (180 días)	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000	Por vencer
3 (270 días)	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000	Por vencer
4 (360 días)	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000	Por vencer
5 (450 días)	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000	Por vencer
6 (540 días)	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000	Por vencer
7 (630 días)	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000	Por vencer
8 (720 días)	2.500.000,00	53.125,00	2.553.125,00	0	Por vencer
Total	2.500.000,00	425.000,00	2.925.000,00		

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Anexo 04: Tabla de Amortización Emisión de Obligaciones Clase 1 (US\$)						
VALOR COLOC	CUPON	FECHA PAGO	CAPITAL	INTERESES	SALDO CAPITAL	MONTO A PAGAR
365.000,00	1	18/12/2018	-	7.756,25	365.000,00	7.756,25
365.000,00	2	18/03/2019	-	7.756,25	365.000,00	7.756,25
365.000,00	3	18/06/2019	-	7.756,25	365.000,00	7.756,25
365.000,00	4	18/09/2019	-	7.756,25	365.000,00	7.756,25
365.000,00	5	18/12/2019	-	7.756,25	365.000,00	7.756,25
365.000,00	6	18/03/2020	-	7.756,25	365.000,00	7.756,25
365.000,00	7	18/06/2020	-	7.756,25	365.000,00	7.756,25
365.000,00	8	18/09/2020	365.000,00	7.756,25	365.000,00	372.756,25

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Anexo 05: Tabla de Amortización Original de Emisión de Obligaciones Clase 2 (US\$)					
Cuota	Capital	Intereses	Total	Saldo Capital	Estado
0 (0 días)				2.500.000,00	
1 (90 días)	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000,00	Por vencer
2 (180 días)	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000,00	Por vencer
3 (270 días)	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000,00	Por vencer
4 (360 días)	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000,00	Por vencer
5 (450 días)	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000,00	Por vencer
6 (540 días)	1.250.000,00	53.125,00	1.303.125,00	1.250.000,00	Por vencer
7 (630 días)	-	26.562,50	26.562,50	1.250.000,00	Por vencer
8 (720 días)	-	26.562,50	26.562,50	1.250.000,00	Por vencer
9 (810 días)	-	26.562,50	26.562,50	1.250.000,00	Por vencer
10 (900 días)	1.250.000,00	26.562,50	1.276.562,50	-	Por vencer
Total	2.500.000,00	425.000,00	2.925.000,00		

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Anexo 06: Tabla de Amortización Original de Emisión de Obligaciones Clase 3 (US\$)					
Cuota	Capital	Intereses	Total	Saldo Capital	Estado
0 (0 días)				2.500.000,00	
1 (90 días)	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000,00	Por vencer
2 (180 días)	416.666,67	53.125,00	469.791,67	2.083.333,33	Por vencer
3 (270 días)	-	44.270,83	44.270,83	2.083.333,33	Por vencer
4 (360 días)	416.666,67	44.270,83	460.937,50	1.666.666,67	Por vencer
5 (450 días)	-	35.416,67	35.416,67	1.666.666,67	Por vencer
6 (540 días)	416.666,67	35.416,67	452.083,33	1.250.000,00	Por vencer
7 (630 días)	-	26.562,50	26.562,50	1.250.000,00	Por vencer
8 (720 días)	416.666,67	26.562,50	443.229,17	833.333,33	Por vencer
9 (810 días)	-	17.708,33	17.708,33	833.333,33	Por vencer
10 (900 días)	416.666,67	17.708,33	434.375,00	416.666,67	Por vencer
11 (990 días)	-	8.854,17	8.854,17	416.666,67	Por vencer
12 (1080 días)	416.666,67	8.854,17	425.520,83	-	Por vencer
Total	2.500.000,00	371.875,00	2.871.875,00		

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Anexo 07: Tabla de Amortización Emisión de Obligaciones Clase 3 (US\$)						
VALOR COLOC	CUPON	FECHA PAGO	CAPITAL	INTERESES	SALDO CAPITAL	MONTO PARA PAGARGARGARGAR
365.000,00	1	02/01/2019	-	7.756,25	365.000,00	7.756,25
365.000,00	2	02/04/2019	60.833,33	7.756,25	304.166,67	68.589,58
365.000,00	3	02/07/2019	-	6.463,54	304.166,67	6.463,54
365.000,00	4	02/10/2019	60.833,33	6.463,54	243.333,33	67.296,88
365.000,00	5	02/01/2020	-	5.170,83	243.333,33	5.170,83
365.000,00	6	02/04/2020	60.833,33	5.170,83	182.500,00	66.004,17
365.000,00	7	02/07/2020	-	3.878,13	182.500,00	3.878,13
365.000,00	8	02/10/2020	60.833,33	3.878,13	121.666,67	64.711,46
365.000,00	9	02/01/2021	-	2.585,42	121.666,67	2.585,42
365.000,00	10	02/04/2021	60.833,33	2.585,42	60.833,33	63.418,75
365.000,00	11	02/07/2021	-	1.292,71	60.833,33	1.292,71
365.000,00	12	02/10/2021	60.833,33	1.292,71	-	62.126,04

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Anexo 08: Tabla de Amortización Original de Emisión de Obligaciones Clase 4 (US\$)					
Cuota	Capital	Intereses	Total	Saldo Capital	Estado
0 (0 días)	-	-	-	2.500.000,00	
1 (90 días)	50.000,00	53.125,00	103.125,00	2.450.000,00	Por vencer
2 (180 días)	50.000,00	52.062,50	102.062,50	2.400.000,00	Por vencer
3 (270 días)	50.000,00	51.000,00	101.000,00	2.350.000,00	Por vencer
4 (360 días)	50.000,00	49.937,50	99.937,50	2.300.000,00	Por vencer
5 (450 días)	100.000,00	48.875,00	148.875,00	2.200.000,00	Por vencer
6 (540 días)	100.000,00	46.750,00	146.750,00	2.100.000,00	Por vencer
7 (630 días)	100.000,00	44.625,00	144.625,00	2.000.000,00	Por vencer
8 (720 días)	100.000,00	42.500,00	142.500,00	1.900.000,00	Por vencer
9 (810 días)	125.000,00	40.375,00	165.375,00	1.775.000,00	Por vencer
10 (900 días)	125.000,00	37.718,75	162.718,75	1.650.000,00	Por vencer
11 (990 días)	125.000,00	35.062,50	160.062,50	1.525.000,00	Por vencer
12 (1080 días)	125.000,00	32.406,25	157.406,25	1.400.000,00	Por vencer
13 (1170 días)	350.000,00	29.750,00	379.750,00	1.050.000,00	Por vencer
14 (1260 días)	350.000,00	22.312,50	372.312,50	700.000,00	Por vencer
15 (1350 días)	350.000,00	14.875,00	364.875,00	350.000,00	Por vencer
16 (1440 días)	350.000,00	7.437,50	357.437,50	-	Por vencer
Total	2.500.000,00	608.812,50	3.108.812,50		

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Segunda Emisión de Papel Comercial

Anexo 09: Vencimiento Papel Comercial	
Fecha de Vencimiento	Saldo por amortizar
31/05/2019	400.000,00
31/05/2019	200.000,00
06/06/2019	250.000,00
05/06/2019	20.000,00
07/06/2019	100.000,00
13/06/2019	30.000,00
08/08/2019	300.000,00
15/08/2019	500.000,00
22/08/2019	150.000,00
22/08/2019	80.000,00
22/08/2019	100.000,00
22/08/2019	250.000,00
22/08/2019	46.000,00
22/08/2019	25.000,00
22/08/2019	150.000,00
22/08/2019	30.000,00
22/08/2019	400.000,00
22/08/2019	23.000,00
22/08/2019	180.000,00
22/08/2019	12.000,00
22/08/2019	13.000,00
22/08/2019	200.000,00
22/08/2019	242.000,00
22/08/2019	120.000,00
Total	3.821.000

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Anexo 10: Estructura Accionaria		
Nombre	Valor	Participación
Barcelona Antón Fernando Alfredo	902.000,00	33,33%
Barcelona Antón José Antonio Wadih	902.000,00	33,33%
Barcelona Antón María Auxiliadora	902.000,00	33,33%
Total	2.706.000	100,00%

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Anexo 11: Cartera Comercial (US\$) miles				
Descripción/Período	nov-17		nov-18	
	Por vencer	Vencido	Por vencer	Vencido
De 1- 30 días	3.872,02	197,05	4.244,09	179,70
De 31- 60 días	1.681,14	54,32	1.842,68	49,54
De 61- 90 días	762,63	7,64	835,91	6,97
De 91- 120 días	716,14	10,12	784,96	9,23
De 121- 150 días	50,53	5,81	55,38	5,29
> a 150 días	202,53	15,35	221,99	14,00
Suma	7.284,98	290,28	7.985,00	264,73
Participación	96%	4%	0,97	3%
Total	7.575,27		8.249,74	

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Anexo 12: Flujo de Efectivo (US\$ miles)		
Cuenta	dic-17	nov-18
Flujo de Efectivo de Actividades de Operación		
Efectivo recibido de clientes por ventas (Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios)	36.808,98	35.390,64
Efectivo pagado a proveedores (Pagos a proveedores por suministro de bienes y prestación de servicios)	(34.762,68)	(26.077,11)
Efectivo pagado a empleados (Pagos a y por cuenta de empleados)	(4.000,00)	(6.691,79)
Gastos financieros (intereses pagados)		(2.675,37)
Impuestos y contribuciones (Impuestos a las ganancias pagadas)		(253,43)
Efectivo neto proveniente de actividades de operación	(1.953,70)	(307,06)
Flujo de Efectivo de Actividades de Inversión		
Adquisición de propiedades, planta y equipo	(398,81)	(885,01)
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo	886,83	12,29
Compra de Activos Intangibles	(514,15)	
Efectivo neto utilizado en actividades de inversión	(26,13)	(872,72)
Flujo de Efectivo de Actividades de Financiamiento		
Otras entradas, salidas de efectivo	(301,72)	544,05
Pagos de préstamos	(10.097,90)	(11.326,29)
Financiación por préstamos a largo plazo	13.022,40	11.670,00
Efectivo neto proveniente de actividades de financiamiento	2.622,78	887,76
Variación en el efectivo y equivalente al efectivo	642,95	(292,02)
Saldo al comienzo del año	1.211,86	1.854,82
Saldo al final del periodo	1.854,82	1.562,80

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Anexo 13: Balance General y Estado de Resultado (US\$ Miles)

Almacenes Boyacá S.A.							
Estados Financieros Individuales	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	nov-17	dic-17	nov-18
Balance General							
Efectivo y equivalentes de Efectivo	672	2.548	873	1.212	2.917	1.855	1.563
Cuentas por Cobrar	6.365	8.367	8.009	7.107	9.218	7.444	9.860
Inventarios	16.602	21.564	24.340	20.620	25.927	26.230	29.099
Cuentas por Cobrar Relacionadas	1.238	664	669	1.021	1.238	1.314	1.574
Otros Activos	3.180	4.936	3.094	5.756	5.061	7.620	4.969
Activo Corriente prueba ácida	11.456	16.515	12.645	15.096	18.434	18.233	17.967
Activo Corriente	28.058	38.079	36.985	35.716	44.361	44.463	47.065
Propiedad planta y Equipo	8.040	12.704	11.815	10.340	8.924	8.868	8.060
Cuentas por cobrar largo plazo	6.728	3.884	3.585	4.750	5.211	5.264	6.071
Otros Activos	34	33	34	36	36	36	35
Activo No Corriente	14.802	16.621	15.434	15.126	14.171	14.167	14.165
Activo Total	42.860	54.700	52.420	50.842	58.532	58.630	61.230
Obligaciones Financieras	14.678	22.079	16.439	20.481	14.198	14.383	18.778
Cuentas por Pagar Comerciales	2.105	3.702	3.062	2.312	2.643	2.545	3.305
Ctas. Por Pagar Relacionadas	1.652	1.583	1.273	950	744	629	1.113
Otros Pasivos	1.489	1.608	1.894	1.689	1.528	1.387	1.476
Pasivo Corriente	19.925	28.971	22.667	25.431	19.113	18.944	24.673
Obligaciones Financieras	10.621	11.359	14.054	9.401	23.069	23.596	20.089
Documentos por Pagar	-	-	-	-	-	-	-
Otros Pasivos	518	595	673	688	663	698	570
Pasivo No Corriente	11.139	11.953	14.726	10.089	23.731	24.294	20.659
Pasivo Total	31.064	40.925	37.394	35.520	42.844	43.238	45.332
Capital Social	2.026	2.026	2.706	2.706	2.706	2.706	2.706
Aportes a capital futuro	677	680	-	-	-	-	1.044
Reservas: Legal y Facultativa	4.413	4.576	4.754	4.879	4.909	4.909	3.882
Utilidad Acum. Ejerc. Anterior	3.097	4.719	6.316	7.441	7.606	7.606	7.761
Utilidad Neta del Ejercicio	1.584	1.774	1.250	297	468	172	506
Total Patrimonio	11.796	13.775	15.026	15.322	15.688	15.392	15.898
Deuda Financiera	25.299	33.437	30.492	29.882	37.266	37.979	38.867
Corto Plazo	14.678	22.079	16.439	20.481	14.198	14.383	18.778
Largo Plazo	10.621	11.359	14.054	9.401	23.069	23.596	20.089
Estado de Ganancia y Pérdidas							
Ingresos Operacionales	43.216	43.864	47.384	33.391	34.104	36.901	36.222
(-) Costos de ventas	24.254	23.254	26.138	18.242	17.558	18.748	17.744
Utilidad Bruta	18.962	20.610	21.247	15.149	16.546	18.153	18.479
(-) Gastos operacionales	14.560	16.073	16.887	12.481	11.797	14.949	15.407
Utilidad Operativa	4.402	4.536	4.360	2.668	4.749	3.204	3.071,51
(-) Gastos Financieros	2.365	2.390	2.813	2.665	4.436	2.965	2.675,37
(+) Otros Ingresos y Gastos Netos	271	429	459	909	155	262	110
Resultado antes de Participaciones y del	2.308	2.576	2.006	912	468	501	506
(-) Part. Trabajadores e impuestos	724	802	756	616	-	329	-
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	1.584	1.774	1.250	297	468	172	506
Resultado Integral del Año	1.584	1.774	1.250	297	468	172	506

Anexo 14: Márgenes e Indicadores Financieros (US\$ Miles)

Almacenes Boyacá S.A.							
Estados Financieros Individuales	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	nov-17	dic-17	nov-18
Márgenes							
Costos de Venta / Ingresos	56,12%	53,01%	55,16%	54,63%	51,48%	50,81%	48,99%
Margen Bruto	43,88%	46,99%	44,84%	45,37%	48,52%	49,19%	51,01%
Gastos Operacionales / Ingresos	33,69%	36,64%	35,64%	37,38%	34,59%	40,51%	42,53%
Margen EBIT	10,19%	10,34%	9,20%	7,99%	13,92%	8,68%	8,48%
Gastos Financieros/Ingresos	5,47%	5,45%	5,94%	7,98%	13,01%	8,03%	7,39%
Margen Neto	3,67%	4,04%	2,64%	0,89%	1,37%	0,47%	1,40%
Margen EBITDA	12,86%	12,90%	13,30%	13,73%	18,96%	13,76%	13,12%
EBITDA y Cobertura							
Depreciación y Amortización	1.158	1.121	1.942	1.916	1.716	1.872	1.681
EBITDA (12 meses)	5.560	5.658	6.302	4.584	7.053	5.076	5.185
EBITDA (acumulado)	5.560	5.658	6.302	4.584	6.465	5.076	4.753
EBITDA (12 meses) / Gastos Financieros (12 r	2,35	2,37	2,24	1,72	1,46	1,71	1,78
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera Corto f	0,38	0,26	0,38	0,22	0,50	0,35	0,28
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera	0,22	0,17	0,21	0,15	0,19	0,13	0,13
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,18	0,14	0,17	0,13	0,16	0,12	0,11
Solvencia							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,64	0,71	0,61	0,72	0,45	0,44	0,54
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,36	0,29	0,39	0,28	0,55	0,56	0,46
Deuda Financiera / Patrimonio	2,14	2,43	2,03	1,95	2,38	2,47	2,44
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,81	0,82	0,82	0,84	0,87	0,88	0,86
Deuda de Corto Plazo / Deuda Total	0,58	0,66	0,54	0,69	0,38	0,38	0,48
Pasivo Total / Capital Social	15,33	20,20	13,82	13,13	15,83	15,98	16,75
Pasivo Total / Patrimonio	2,63	2,97	2,49	2,32	2,73	2,81	2,85
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	4,55	5,91	4,84	6,52	5,28	7,48	7,50
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	5,59	7,23	5,93	7,75	6,07	8,52	8,74
Rentabilidad							
ROA (12 meses)	3,70%	3,24%	2,39%	0,58%	0,87%	0,29%	0,90%
ROE (12 meses)	13,43%	12,88%	8,32%	1,94%	3,25%	1,12%	3,47%
Liquidez							
Liquidez General	1,41	1,31	1,63	1,40	2,32	2,35	1,91
Prueba Acida	0,57	0,57	0,56	0,59	0,96	0,96	0,73
Capital de Trabajo	8.133	9.108	14.318	10.285	25.248	25.519	22.393
Flujo de Efectivo / Deuda de Corto Plazo	5%	12%	5%	6%	21%	13%	8%
Rotación							
Días de Cuentas por Cobrar Comerciales	53,02	68,67	60,85	76,63	89,20	72,62	89,83
Días de Cuentas por Pagar Comerciales	31,25	57,31	42,18	45,62	49,68	48,86	61,47
Días de Inventarios	246,43	333,83	335,24	406,93	487,29	503,68	541,18
Ciclo de Conversión de Efectivo	268,20	345,20	353,91	437,94	526,81	527,44	569,54
Flujo de Efectivo							
Flujo Operativo	4.473	(125)	2.325	1.391		(1.954)	(307)
Flujo de Inversión	(2.707)	(6.137)	(1.054)	(443)		(26)	(873)
Flujo de Financiamiento	(2.055)	8.138	(2.945)	(610)		2.623	888
Saldo al inicio del período	961	672	2.548	873		1.212	1.855
Saldo al final del período	672	2.548	873	1.212		1.855	1.563

Fuente: ALMACENES BOYACÁ S.A./ Elaboración: PCR

Atentamente,



Econ. Santiago Coello
Gerente General
Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.



Econ. José Ignacio Mora
Analista