

CALIFICACIÓN:

Tercera Emisión de Obligaciones	AA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	30/ ene/ 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.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN		
FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
10/07/2017	AA	Summaratings
12/01/2018	AA	Summaratings
12/07/2018	AA	Summaratings
14/01/2019	AA	Summaratings
31/07/2019	AA	Globalratings
30/01/2020	AA	Globalratings

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 Tercera Emisión de Obligaciones de CENTURIOSA S.A. en comité No. 231-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 31 de julio de 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 mayo de 2020. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.17.00020153, del 04 de septiembre de 2020, por un monto de hasta USD 2.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector comercial afrontó un crecimiento sostenido durante la última década, impulsado por el aumento de la inversión y el consumo privado, que presenta oportunidades de desarrollo dadas las nuevas tecnologías y canales de comercialización. Actualmente, dada la situación socioeconómica a nivel nacional, el sector comercial depende en gran medida del desarrollo de canales alternativos de comercialización, y se ve amenazado por la menor liquidez en el mercado. Dentro del negocio de comercialización de equipos de climatización, CENTURIOSA S.A. se encuentra entre los principales actores del mercado, con una participación del 16% sobre el total de ventas de la industria.
- La compañía cuenta con la representación exclusiva a nivel nacional de marcas de aire acondicionado como Lennox y Casals, y comercializa diversas marcas reconocidas a nivel internacional como Panasonic, Comfort Air, Fiberglass, Owens, Dayton, entre otras.
- La compañía ha planteado estrategias de crecimiento y rentabilidad basadas en el fortalecimiento del área comercial, incluida la fidelización de clientes clave, la tecnificación de la fuerza de ventas y la expansión geográfica a nivel nacional, lo que permitirá a la compañía reducir la dependencia de los principales clientes y diversificar el portafolio. Estas estrategias se materializarán en la medida en que las condiciones económicas se regularicen y que sectores relacionados, como el de la construcción, se reactiven.
- Actualmente, CENTURIOSA S.A. no cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo implementadas de manera formal dentro de la compañía. No obstante, CENTURIOSA S.A. mantiene normas de control interno, reglas y prácticas que mejoran conjuntamente la transparencia y el profesionalismo con los accionistas, directores, la gerencia, los clientes, los trabajadores y la sociedad.
- Las garantías que respaldan la emisión se han cumplido cabalmente, inclusive el compromiso adicional de limitar el nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía, generando una cobertura adecuada sobre límites preestablecidos. La compañía ha cumplido con las obligaciones puntualmente sin presentar retrasos en los pagos de las obligaciones emitidas.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de CENTURIOSA S.A. provienen de la venta de equipos y consolas de acondicionamiento y ventilación, así como de la prestación de servicios de reparación y mantenimiento. Entre 2016 y 2019 las ventas de la compañía mantuvieron una tendencia positiva, con un crecimiento constante en la línea de equipos y materiales. No obstante, al cierre de 2019 las ventas totales presentaron una disminución marginal debido a que no se percibieron ingresos por prestación de servicios de taller y reparación durante el año. El costo de ventas, correspondiente fundamentalmente al costo de los equipos adquiridos localmente y en el exterior, mantuvo una participación estable dentro de las ventas, permitiendo mantener el margen bruto en niveles cercanos al 29%. Los gastos operativos mantuvieron un comportamiento creciente durante el periodo analizado, atado a la estrategia de crecimiento de la fuerza comercial, que impulsó al alza los gastos por salarios, remuneraciones, comisiones y beneficios sociales. Consecuentemente, la utilidad operativa se contrajo a partir de 2018, pero la compañía mantuvo resultados consistentemente positivos durante todo el periodo analizado, generando rendimientos positivos sobre los activos y el patrimonio.

Para mayo de 2020 la declaratoria del estado de emergencia y su impacto sobre la movilidad y el comercio deterioró la venta de equipos y materiales en aproximadamente 38%. Si bien la participación del costo de ventas se mantuvo en niveles estables frente al promedio histórico, la utilidad bruta se contrajo significativamente. La compañía demostró un esfuerzo por ajustar la estructura operativa a la realidad de mercado, evidenciando una disminución en los gastos administrativos, pero el peso relativo de los gastos operativos sobre las ventas incrementó significativamente, generando una pérdida al cierre del periodo.

Dado el giro de negocio de la compañía, el grueso de los activos se concentra en tres cuentas principales: los inventarios que la compañía mantiene en stock y las mercaderías en tránsito provenientes del exterior, las cuentas por cobrar comerciales generadas por la venta a crédito a clientes, y la propiedad, planta y equipos. Entre 2016 y 2019 las cuentas por cobrar comerciales fluctuaron en función del comportamiento de las ventas, evidenciando una adecuada gestión de cartera. No obstante, para mayo de 2020 se evidenció un deterioro en los niveles de antigüedad, en función de la menor liquidez circulante y su efecto sobre la cadena de pagos. Para mayo de 2020 se evidencia un incremento significativo en la mercadería en tránsito, financiada principalmente mediante recursos de proveedores, así como una menor rotación del inventario en stock. Entre 2016 y 2019 las obligaciones con costo fluctuaron principalmente en función de la amortización de la Segunda Emisión de Obligaciones y de la colocación y amortización de la Tercera Emisión de Obligaciones, que en 2017 permitió reestructurar la deuda y cancelar todos los préstamos bancarios. Para mayo de 2020 la compañía adquirió un préstamo de largo plazo con un tercero, que le permitió hacer frente a la caída en la actividad. El patrimonio de la compañía presentó un comportamiento creciente durante el periodo en función de los resultados acumulados de ejercicios anteriores.

RESULTADOS E INDICADORES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	MAYO 2019	MAYO 2020
	Actual				Proyectado			Interanual	
Ingresos de actividades ordinarias	5.457	6.270	6.618	6.487	5.190	5.449	5.994	2.774	1.727
Utilidad operativa	111	371	355	308	103	164	210	154	(29)
Utilidad neta	111	170	158	78	9	40	43	103	(56)
EBITDA	270	550	536	561	357	417	463	203	18
Deuda Neta	906	1.150	1.216	629	1.218	638	955	1.155	1.049
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	417	(105)	31	670	(554)	744	(167)	46	(324)
Necesidad Operativa de Fondos	2.631	2.679	3.004	2.651	3.267	2.711	3.004	3.147	2.452
Servicio de Deuda (SD)	-	-	545	128	131	957	604	222	213
Capital de Trabajo	2.317	3.543	3.219	3.155	2.797	2.517	3.788	3.526	3.231
ROE	3,20%	4,87%	4,35%	2,11%	0,24%	1,06%	1,13%	6,63%	-3,71%
Apalancamiento	0,74	1,07	0,80	0,82	0,92	0,77	0,91	0,85	0,98
Z de Altman Comercio y Servicios	5,827	5,984	6,563	6,327	5,435	5,761	6,383	6,351	5,568

Tabla 1: Resultados e indicadores.

Fuente: CENTURIOSA S.A.; Elaboración: GlobalRatings

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones de ingresos estiman una disminución en las ventas de 2020, en función del comportamiento registrado hasta mayo de 2020 y en línea con las condiciones económicas actuales. El desempeño de las ventas de la compañía dependerá de la situación económica durante el segundo semestre del año, de la recuperación del poder adquisitivo de la población y de la reactivación del sector de la construcción, que podría generar una mayor demanda de los productos comercializados. Se estima que la compañía ajustará parcialmente la estructura operativa, lo que le permitirá revertir los resultados negativos hasta el cierre de 2020, pero la utilidad se mantendrá en niveles muy por debajo de años anteriores, y, por lo tanto, los indicadores de rentabilidad se verán perjudicados. Se prevé una recuperación gradual en los niveles de actividad a partir de 2021, con un efecto positivo sobre los resultados netos. No obstante, se estima que los niveles de ventas y de resultados en el mediano plazo se mantendrán por debajo de los registrados en el periodo histórico.

Debido a las condiciones económicas actuales, se proyecta un incremento en la morosidad de la cartera en función de la antigüedad registrada hasta mayo, así como un aumento en las cuentas por cobrar comerciales al cierre del año, que tenderán a normalizarse para periodos posteriores. En función del comportamiento de las importaciones en tránsito registradas hasta mayo de 2020, se prevé un incremento significativo en los inventarios al término del año, considerando que la situación económica actual repercutirá de manera negativa sobre los niveles de rotación del inventario. Estas dos condiciones requerirán de financiamiento

externo para sostener las actividades operativas. La colocación del Primer Programa de Papel Comercial podría permitir a la compañía reestructurar las obligaciones con costo y cancelar los pasivos con proveedores al cierre de 2020, los cuales presentan un incremento en el comparativo interanual. De esta manera, se estima que el pasivo de la compañía durante el periodo proyectado se concentrará en las obligaciones emitidas en el Mercado de Valores, concentradas principalmente en el corto plazo. El vencimiento de la primera colocación del Papel Comercial en 2021 generará una necesidad de recursos externos para cubrir el servicio de la deuda durante el periodo. En función del comportamiento histórico, se proyecta la colocación de una Cuarta Emisión de Obligaciones en 2022, periodo de vencimiento de la presente Emisión de Obligaciones y del Primer Programa de Papel Comercial, lo que le permitirá a la compañía reestructurar el vencimiento de las obligaciones en el mediano y largo plazo.

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 fortalezas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración, con estrategias claras y definidas.

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 las empresas se verían afectados los flujos de la compañía. 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. Si bien se han reactivado parcialmente las actividades a nivel nacional, las empresas no han recuperado los niveles de producción y ventas previos a la emergencia, y se evidencia un incremento significativo en los niveles de desempleo y, por lo tanto, un deterioro en la capacidad adquisitiva de la población. 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. Adicionalmente la compañía tiene una estrategia de cobro definida y un análisis detallado del portafolio de 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. Si bien la compañía mantiene una concentración principal en proveedores del exterior, mantiene una variedad de líneas de negocio y marcas comercializadas, lo que permite reducir el riesgo.
- 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.
- Al ser el 28,14% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios evitando de esta forma pérdidas y daños.

- Pérdida o daño parcial en las mercaderías, ocasionados durante el proceso de transporte de estas, que generarían pérdidas económicas para la compañía. Para mitigar este riesgo, la compañía cuenta con pólizas de seguro de transporte interno y de importaciones con la Compañía Seguros Cóndor S.A., que aseguran los inventarios hasta que han llegado a su destino.

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, de acuerdo con la declaración juramentada, son efectivo y equivalentes al efectivo, cuentas por cobrar comerciales, propiedad, planta y equipo neto, y otros activos no corrientes. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con pólizas de seguro que la compañía mantiene sobre los activos con la compañía Seguros Cóndor S.A. Estas pólizas incluyen seguro de incendio, importaciones, transporte interno, responsabilidad civil, vehículos, entre otras.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La compañía ha trabajado en la diversificación del portafolio de clientes, con el objetivo de disminuir la dependencia de los principales clientes, lo que le permite reducir su exposición ante una crisis de liquidez generalizada.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

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 CENTURIOSA S.A., se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 91,27 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 1,56% del total de los activos que respaldan la Emisión y el 1,26% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo de la 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, esto podría tener un efecto negativo en los flujos de la empresa, que no afectaría de manera significativa los flujos y la liquidez. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	D	USD 610.000	Hasta 1.440 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
	E	USD 1.356.390	Hasta 1.800 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Destino de los recursos	Los recursos captados servirán en USD 700.000 para sustituir pasivos con costo financiero, particularmente para la cancelación de deudas con instituciones financieras; y hasta USD 1.300.000 para capital de trabajo, principalmente para compra de inventarios y pago a proveedores nacionales y del exterior, derechos de aduanas, impuestos, beneficios sociales, sueldos y/o compra de activos fijos productivos.					
Estructurador financiero y agente colocador	Casa de Valores Advfin S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE.					
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 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. 					
	Resguardo voluntario	<ul style="list-style-type: none"> ■ Mantener un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía. 				

Tabla 2: Resumen instrumento.

Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

El resumen precedente es un extracto del Informe de la revisión de la Calificación de Riesgos de la Tercera Emisión de Obligaciones CENTURIOSA S.A., 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

PERFIL EXTERNO

ENTORNO MACROECONÓMICO

EXPECTATIVAS DE RECESIÓN

La economía mundial se contraerá significativamente durante 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%	-6,27%	3,86%
	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:** GlobalRatings

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 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 México (-10,5%)¹.

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. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 40 por barril.

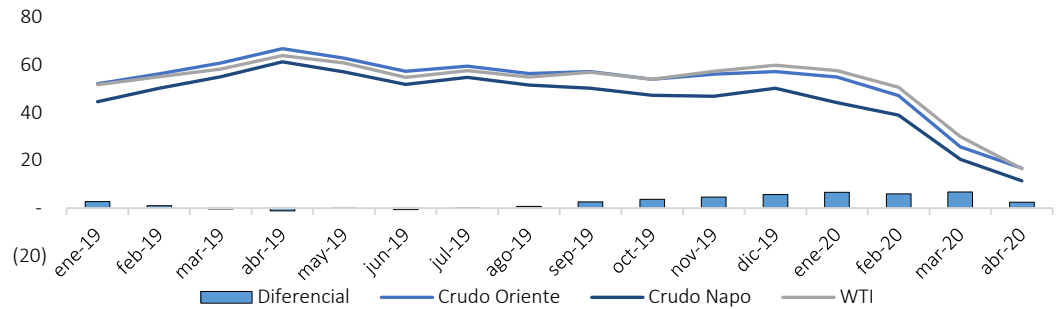


Gráfico 1: Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

Para abril de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano se redujo en 36,42% con respecto al mes de marzo⁸. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano mantuvo una tendencia creciente a partir de agosto de 2019, pero se redujo para abril de 2020 en función de la caída drástica del precio en mercados internacionales⁸. La recuperación de los precios es fundamental para la venta local, considerando que el costo promedio de producción es de USD 23 por barril⁹.

Las exportaciones petroleras entre enero y abril de 2020 cayeron en 44,7% 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 nacional¹⁰, 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 por medidas preventivas. Considerando que la proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones¹¹.

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 corriente¹², 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 recaudación real¹³) y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, incrementó el monto del déficit fiscal.

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, mayo). *Información Estadística Mensual No. 2019– Mayo 2020.*

⁹ El universo. (2020, marzo). *Precio del petróleo ecuatoriano está por debajo del costo de producción.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/19/nota/7787340/petroleo-crudo-ecuador-precio-produccion-crisis-economica>

¹⁰ El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

¹¹ 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/>

¹² 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>

¹³ Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019.*

Si bien la recaudación tributaria alcanzó un máximo al cierre de 2019, para los meses de enero a mayo de 2020 se contrajo 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 ingresos¹⁴. 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 año¹⁵.

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 mayo de 2020, la deuda pública incrementó en USD 1.237 millones, y se concentró en acreedores externos.

En 2019, se firmó un acuerdo con el FMI por USD 4.200 millones, para apoyar los objetivos del Plan de Prosperidad (2018-2021). A cambio, el Estado se comprometió a reducir la necesidad de financiamiento y la relación entre la deuda y el PIB. 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. Con fecha 29 de abril de 2020, se canceló el acuerdo de Servicio Ampliado de Fondos (Extended Fund Facility) con el FMI, y se solicitaron recursos bajo la modalidad de Instrumento de Financiamiento Rápido (Rapid Financing Instrument). Actualmente, el país está negociando un nuevo programa de financiamiento con el FMI con base en un plan económico. Durante la última semana de marzo, el Ministerio de Finanzas pagó USD 326 millones de deuda externa con el fin de conseguir acuerdos con acreedores internacionales para aplazar el pago de USD 811 millones de intereses hasta agosto de 2020¹⁶. En julio de 2020 se llegó a un acuerdo con los tenedores de bonos, con el que se logró reducir el stock de deuda en USD 1.500 millones, incrementar en 10 años el plazo con 5 años de gracia para el pago de capital, y disminuir la tasa de 9,3% a 5,2%. Asimismo, se gestionaron recursos de organismos multilaterales para afrontar la emergencia, que hasta junio de 2020 totalizaron cerca de USD 1.805 millones. 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 - mayo 2020	5.561,87	-15,95%
Deuda pública (millones USD)	mayo 2020	58.418,30	4,85%
Deuda pública (% PIB)	mayo 2020	60,53%	9,48%
Deuda interna (millones USD)	mayo 2020	16.853,38	1,30%
Deuda externa (millones USD)	mayo 2020	41.564,92	6,36%

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

Fuente: Ministerio de Finanzas; **Elaboración:** GlobalRatings

PERCEPCIONES DE RIESGO SE DISPARAN

A partir de enero de 2020, el riesgo país de Ecuador presentó un comportamiento 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 sanitaria¹⁷. A la fecha del presente informe, el riesgo país cerró en 3.279 puntos, cifra que representa un incremento de 2.452 puntos en el transcurso de 2020.

¹⁴ 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>

¹⁵ 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>

¹⁶ El Comercio. (2020, abril). *Ministro de Finanzas aclaró que Ecuador no fue el único país en pagar la deuda externa en medio de la pandemia.*

https://www.elcomercio.com/actualidad/ministro-finanzas-ecuador-pago-deuda.html#cxrecs_s

¹⁷ 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>

Ecuador mantiene el segundo índice más alto de América Latina, antecedido únicamente por Venezuela, cuyo riesgo país bordea los 29.000 puntos.

Moody's bajó la calificación crediticia del Ecuador de B3 a CAA1, y a CAA3 con perspectiva negativa en abril de 2020, mientras que Fitch redujo la calificación del país cuatro veces durante el último mes, de CCC el 20 de marzo, a CC el 24 de marzo, a C el 09 de abril y a RD el 20 de abril, tras la solicitud y aprobación del diferimiento del pago de intereses, que constituye un mecanismo de intercambio de deuda insolvente¹⁸.

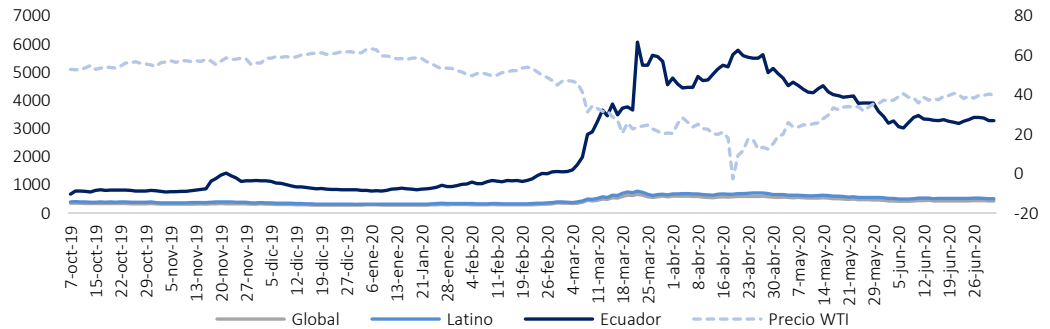


Gráfico 2: Evolución Riesgo País (EMBI).

Fuente: JPMorgan – BCRD; Elaboración: GlobalRatings

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 2018¹⁹.

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: GlobalRatings

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 prevé una pérdida de 195 millones de empleos a nivel mundial a causa de las medidas de confinamiento que deterioran el capital empresarial. La informalidad en América Latina y el Caribe 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
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%

Tabla 6: Indicadores laborales Ecuador.

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

¹⁸ Fitch Ratings. (2020, abril). Fitch Downgrades Ecuador to 'RD'. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ecuador-to-rd-20-04-2020>

¹⁹ Banco Central del Ecuador. (junio 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 71.*

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro al cierre de 2019, con un incremento en el nivel de desempleo, una disminución en la tasa de empleo adecuado, un mayor porcentaje de subempleo y empleo no remunerado, y una tasa estable de empleo no pleno²⁰. Estos últimos grupos corresponden a los trabajadores informales, por lo cual es previsible un deterioro en la calidad de vida de la población. Entre enero y mayo de 2020, las solicitudes del beneficio de desempleo al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social incrementaron en 18,3% frente al mismo periodo de 2019 y hasta junio de 2020 más de 245.000 personas fueron desvinculadas de la seguridad social²¹. Según cálculos oficiales, aproximadamente 508.000 personas podrían entrar en el desempleo durante 2020 y otras 233.000 entrarán en la informalidad.

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	MAYO 2019	MAYO 2020
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	0,00%	-0,26%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,37%	0,75%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,19%	1,01%

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 salud²². La reactivación económica gradual en ciertos lugares del país impulsó a la baja los niveles de inflación para el mes de mayo. 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 2021²³.

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 Latina²³. 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 euro²³.

MERCADOS FINANCIEROS	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	abril 2020	26.667	1,32%	7,17%
Especies monetarias en circulación	abril 2020	17.800	3,87%	12,69%
Depósitos a la vista	abril 2020	8.787	-3,48%	-2,45%
Liquidez total (M2)	abril 2020	58.415	0,90%	8,15%
Captaciones a plazo del sistema financiero	abril 2020	31.749	0,54%	9,00%
Colocaciones del sistema financiero	abril 2020	44.365	-0,85%	7,95%
Reservas internacionales	mayo 2020	3.402	18,93%	-16,69%
Reservas bancarias	mayo 2020	5.634	4,77%	20,98%
TASAS REFERENCIALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	TASA (%)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Tasa activa referencial	julio 2020	9,12%	0,02%	0,86%
Tasa pasiva referencial	julio 2020	6,24%	0,26%	0,31%
Diferencial de tasas de interés	julio 2020	2,88%	-0,24%	0,55%

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

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: GlobalRatings

²⁰ Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2019, diciembre). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo*.

²¹ Primicias. (2020, junio). *Crece la presión: IESS busca fondos para pagar el seguro de desempleo*. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/iess-possible-presion-financiera-seguro-desempleo/>

²² Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, mayo). *Índice de Precios al Consumidor, Mayo 2020*.

²³ Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantiene 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, para abril se evidenció una recuperación en los niveles de liquidez y un cambio en la estructura que demuestra una mayor preferencia hacia la liquidez inmediata.

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 disminuyeron en 1,51% entre los meses de marzo y abril, mientras que los depósitos de ahorro incrementaron en 4,12%, evidenciando una mayor preferencia por liquidez, lo que impulsó al alza la tasa pasiva referencial a partir del mes de abril, 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. 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, el 03 de abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir pagos a tenedores de instrumentos de renta fija con vencimientos en los próximos 120 días.

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 mayo de 2020 cubrió en 59,54% a los pasivos monetarios de la entidad y en 60,38% 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. Solamente en el mes de abril, las exportaciones no petroleras, que representaron cerca del 75% del total, se redujeron en 9% con respecto a abril de 2019, con menores envíos de camarón, banano, cacao y atún, entre otros productos. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales también disminuyeron el nivel de importaciones durante el periodo de confinamiento, por lo cual se registró un superávit comercial hasta abril de 2020.

BALANZA COMERCIAL	2017	2018	2019	ENE-ABR 2019	ENE-ABR 2020
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	7.234	6.423
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	2.872	1.587
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	4.362	4.835
Importaciones	19.033	22.106	21.509	7.191	5.820
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	1.426	1.099
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	5.765	4.721
Balanza comercial	59	-478	820	43	603
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	1.446	488
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	-1.403	115

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

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

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 COMERCIAL

El sector comercial constituye uno de los principales dinamizadores de la economía, y su desarrollo ha estado marcado por los avances tecnológicos, que han simplificado las operaciones de negocio y modificado la interacción con los consumidores. Sin embargo, la tecnología no ha podido reemplazar a los mecanismos de comercio tradicionales, que influyen en la lealtad del consumidor y la participación de mercado, lo cual genera oportunidades diversas para el sector. La venta al por mayor y menor constituye la etapa final de la distribución de productos intercambiados o mercancías, y, por lo tanto, mantiene una relación directa con el proceso productivo a nivel de todas las industrias. Dada la condición actual en el Ecuador, marcada principalmente por las restricciones a la movilidad decretadas en marzo 2020 y la reactivación gradual de las diversas actividades económicas, el comercio electrónico ha ganado participación y se ha convertido en una oportunidad de crecimiento.

A partir de la dolarización en el Ecuador, el sector comercial mantuvo un crecimiento sostenido y alcanzó una tasa de variación anual promedio de 3,43% entre 2001 y 2008. En el año 2008, el aumento de la inversión y el consumo privado impulsaron al sector comercial que alcanzó un crecimiento máximo de 10,76%. Tras mantener un crecimiento ininterrumpido entre 2010 y 2014, para 2015 el comercio se contrajo principalmente debido a la imposición de las salvaguardias, y a la estrecha relación del sector con los productos importados, y la retracción se extendió hasta 2016²⁴.

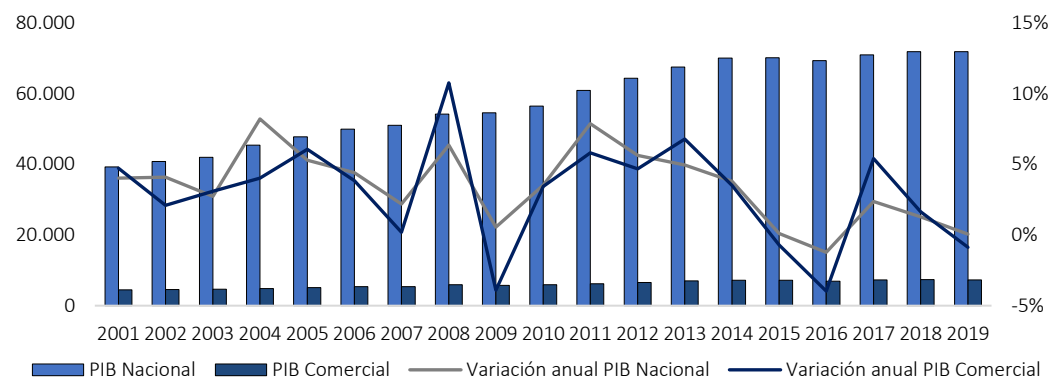


Gráfico 3: Crecimiento anual del PIB real.
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings.

A partir de 2017 el sector presentó un comportamiento creciente que se extendió hasta 2018, en función de la recuperación económica y la mejora en la capacidad adquisitiva de la población. El crecimiento del sector comercial durante 2017 y 2018 fue superior al de la economía nacional. No obstante, para 2019, el PIB del sector se redujo en 0,17% con respecto al año anterior, totalizando USD 10.146 millones (USD 7.309 en términos constantes). Esta evolución está relacionada con la desaceleración de la actividad económica de varios sectores, ya que su estructura es el resultado de la suma de los márgenes comerciales²⁵.

Durante el primer trimestre de 2020 el PIB del sector comercial decreció en 1% con respecto al mismo periodo de 2020. El sector comercial se vio gravemente afectado por la emergencia sanitaria provocada por el Covid-19. De acuerdo con Iván Ontaneda, ministro de Producción, Comercio Exterior, Inversión y Pesca, las pérdidas en el sector comercial sobrepasaron los USD 350 millones en la primera semana de inactividad y se estima que llegaron a USD 884 millones al cierre del mes de marzo. Aproximadamente el 70% de las operaciones productivas fueron paralizadas. La mayoría de los pedidos de exportación y las órdenes de

²⁴ Banco Central del Ecuador. (2020, junio). Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador – Boletín No. 111, 2000.I – 2020.I.

²⁵ BCE Boletín Enero 2020. <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1339-la-econom%C3%ADa-ecuatoriana-decreci%C3%B3-01-en-el-tercer-trimestre-de-2019>

compra fueron canceladas, lo cual impactó en gran medida en la cadena de suministros involucrados en el sector de exportaciones²⁶, que presentó problemas de iliquidez, debido al incumplimiento de los pagos, especialmente aquellos provenientes de Asia.

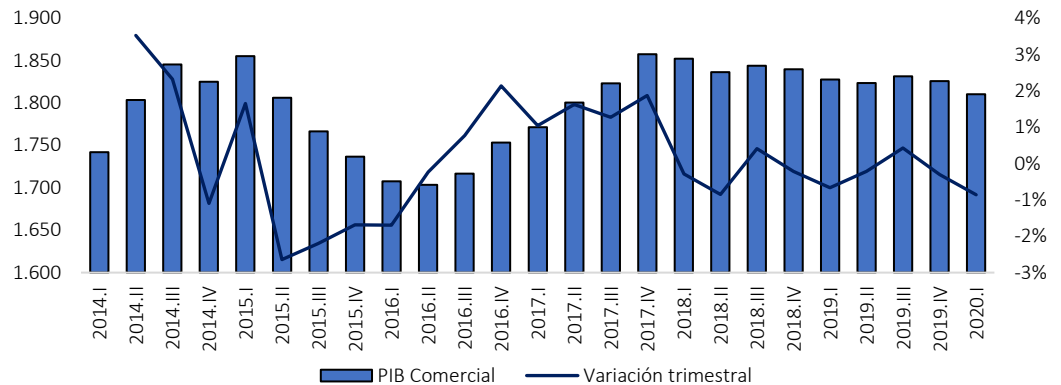


Gráfico 4: Evolución trimestral del PIB real (USD millones).

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

Si bien los niveles de ventas a nivel nacional arrancaron bien el año 2019, a partir de junio de 2019 se registró una caída, principalmente relacionada con la comercialización de artículos electrónicos, electrodomésticos, ropa, zapatos, accesorios, entre otros. Se estima que, durante el mes de octubre de 2019, las ventas de distintos sectores cayeron en aproximadamente 36%, producto del paro nacional que restringió el comercio en las principales ciudades del país. Actualmente, la situación del sector comercial es compleja debido a las restricciones en la movilidad impuestas por la emergencia sanitaria en marzo de 2020 y su consecuente efecto sobre las empresas del sector. Entre marzo y junio de 2020, las pérdidas en el sector comercial superaron los USD 8.700 millones. No obstante, se evidenció un crecimiento significativo en las ventas a través de herramientas de comercio electrónico como aplicaciones móviles y páginas web, con un alza de 253%. El 21 de abril, el Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca aceptó la propuesta realizada por la Federación de Cámaras de Comercio del Ecuador y la Cámara de Comercio de Guayaquil, en la que se solicitó permitir la reapertura de ciertas categorías de negocios a través de atención online y con entrega a domicilio. Estas categorías incluyen electrodomésticos, aparatos electrónicos, muebles, artículos de ferretería y hogar, prendas de vestir, productos cosméticos y de belleza, repuestos de vehículos, juguetes, papelería y librería, entre otros²⁷. Esto permitió compensar parcialmente la caída en las ventas del sector, generando ingresos por aproximadamente USD 400 millones²⁸.

El **Índice de Nivel de Actividad Registrada** de las actividades de comercio al por mayor y al por menor alcanzó los 56,93 puntos para abril de 2020, cifra que representa una disminución de 41,77% con respecto a abril de 2019, y una caída de 23,40% con respecto al mes de marzo de 2020. Se espera que los niveles de actividad del sector comercial a partir de mayo de 2020 incrementen gradualmente con el levantamiento de restricciones de movilidad y el incremento de ventas online y a domicilios.

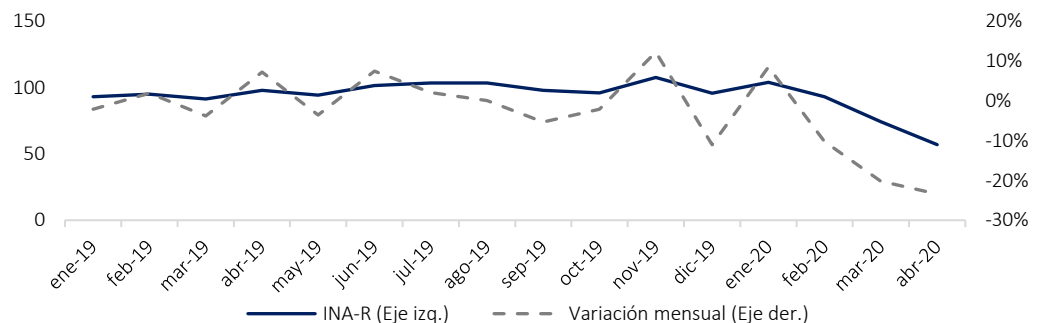


Gráfico 5: INA-R del sector Comercio al por mayor y menor

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

²⁶ RUEDA DE PRENSA (MAR 24, 2020). IVÁN ONTANEDA, MINISTRO DE PRODUCCIÓN, COMERCIO EXTERIOR, INVERSIONES Y PESCA.

²⁷ El Universo. (2020, abril). Una parte del comercio se incluye en primera etapa de reapertura. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/21/nota/7819773/parte-comercio-se-incluye-primer-etapa-reapertura>

²⁸ El Comercio. (2020, junio). Pérdidas por covid-19 en Ecuador llegaron a USD 14.101 millones en mayo. <https://www.elcomercio.com/actualidad/perdidas-covid19-ecuador-economia-negocios.html>

En cuanto al mercado laboral, para diciembre de 2019, el 17,93% de la población empleada del país se ocupó el sector comercial²⁹. Esto lo consolidó como el segundo sector con mayor generación de empleo, antecedido únicamente por el sector de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. Durante el periodo de confinamiento se perdieron más de 200.000 empleos plenos en el sector comercial³⁰.

El **Índice de Puestos de Trabajo**, que mide el número de personal ocupado, empleados y obreros en las actividades relacionadas con el comercio al por mayor y menor, se ubicó en 86,20 puntos en abril de 2020³¹. La implementación de nuevas tecnologías de comercialización, y la paralización de actividades a raíz de la emergencia sanitaria disminuyeron el número de empleados en el sector en 4,32% durante el último año. En un futuro, los puestos de empleo en el sector comercial demandarán capacidades relacionadas con la tecnología, el análisis de grandes bases de datos (*big data*), la inteligencia artificial y el manejo de redes sociales, lo cual se relaciona directamente con el marketing digital y el comercio electrónico. Por otro lado, el **Índice de Horas de Trabajo**, que mide el número de horas empleadas por el personal en las actividades laborales de comercio al por mayor y menor, se ubicó en 69,85 en el mes de abril de 2020, cifra que constituye una caída de 8,58% con respecto al mes de marzo de 2020, y de 21,10% frente al mes de abril de 2019. Por su parte, el **Índice de Remuneraciones**, que mide la evolución de las remuneraciones por hora trabajada percibidas por el personal ocupado en las actividades de comercio al por mayor y menor, fue de 114,36 en el mes de abril de 2020, cifra que constituye un incremento de 10,25% frente a abril de 2019, y que se mantuvo estable con respecto a marzo de 2020. La paralización de actividades sin un ajuste proporcional en el sueldo a los trabajadores impulsó al alza este indicador durante el periodo de confinamiento.

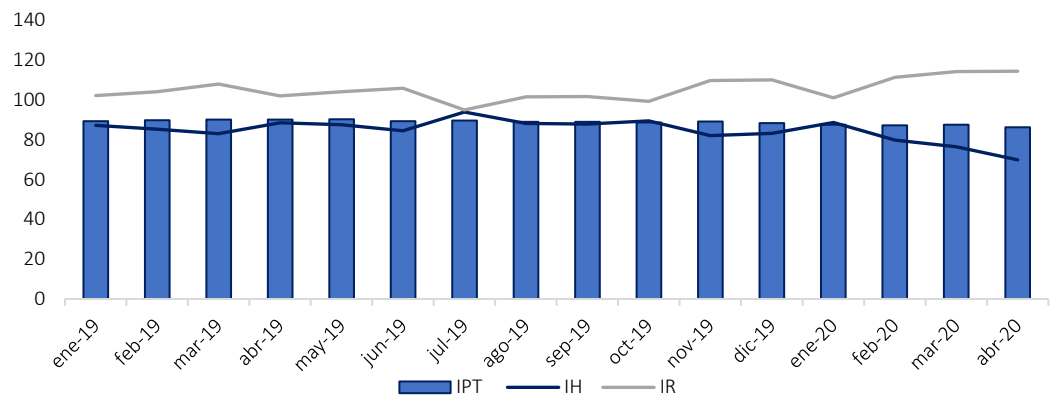


Gráfico 6: Índice de puestos de trabajo, Índice de horas trabajadas e Índice de remuneraciones (comercio al por mayor y menor).

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

En cuanto al financiamiento del sector, durante primer trimestre de 2020, del total de empresas que operaron en el sector comercial, el 11% solicitó crédito, convirtiéndolo en el mayor solicitante de crédito en el país. El 20% de las empresas grandes que operan en el sector comercial demandaron crédito durante el primer trimestre, comparado con el 5% de las pymes y el 4% de las microempresas. Del monto total de crédito otorgado a empresas del sector comercial, el 79% fue destinado para capital de trabajo, el 7% a la inversión y adquisición de activos, el 9% a la reestructuración y pago de deudas, y el 5% a operaciones de comercio exterior. Dentro de las empresas que no solicitaron crédito, el 33% no tuvo necesidad, el 34% se financió con recursos propios, el 21% ya posee un crédito vigente y el 6% debido al entorno macroeconómico nacional, entre otras razones.³²

Para 2019, el volumen de crédito otorgado por entidades financieras públicas y privadas a las empresas del sector comercial ascendió a USD 8.717 millones, monto que representa el 26,83% del total colocado a nivel nacional, y que supone un incremento de 8,04% con respecto al año 2018. Entre enero y abril de 2020 el crédito otorgado al sector comercial ascendió a USD 2.951 millones, monto que constituye una disminución de 18,24% con respecto al mismo periodo de 2019. El Gobierno del Ecuador ha diseñado varios programas

²⁹ INEC. (2019). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo – diciembre 2018. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-diciembre-2018/>

³⁰ El Comercio. (2020, junio). Las ventas del sector privado cayeron 45% en abril del 2020 por la pandemia del covid-19. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ventas-sector-privado-caida-pandemia.html>

³¹ INEC. (2020, abril). Histórico IPT – IH – IR. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/historicos-ipt-ih-ir/>

³² Banco Central del Ecuador. Reporte Trimestral de Oferta y Demanda de Crédito – Primer Trimestre 2020. <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/324-encuesta-trimestral-de-oferta-y-demanda-de-cr%C3%A9dito>

para impulsar el crédito productivo, entre esos el programa Reactívale Ecuador, cuyo monto colocado asciende a USD 27,6 millones y ha beneficiado principalmente al sector comercial³³.

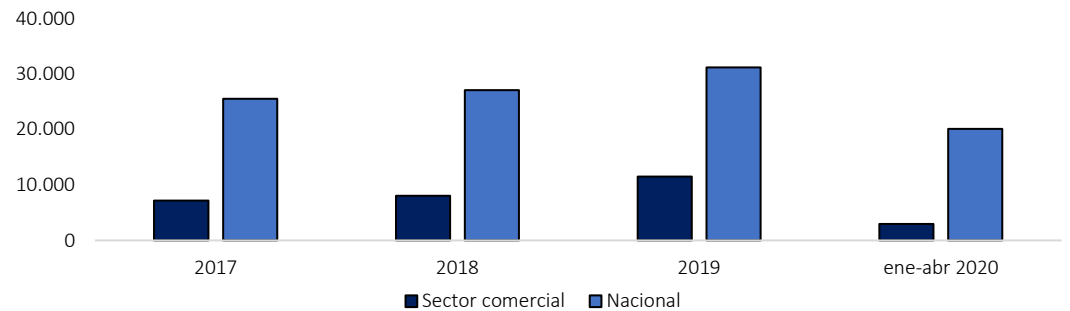


Gráfico 7: Volumen de crédito colocado (millones USD)

Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

El análisis de las fuerzas competitivas de la industria comercial refleja que existe un bajo poder de negociación de los proveedores. Esto se debe a que el sector comercial comprende la venta al por mayor y menor de todo tipo de productos y servicios, por lo que existe una gran variedad de oferta a nivel nacional. Por el contrario, el poder de negociación de los compradores es alto, debido a la cantidad de empresas dedicadas a la venta de productos, así como a la disponibilidad de productos sustitutos en el mercado; si el mercado considera que la relación de precio y calidad de un producto no es adecuada, puede recurrir a productos de unidades comerciales competidoras o que oferten productos sustitutos.

Es importante señalar que la elasticidad en el sector es alta; es decir, los consumidores tienen un alto grado de reacción en cuanto a la cantidad demandada ante un incremento de los precios. En este sentido, cuando incrementan los precios de productos de segunda necesidad, la cantidad demandada de los mismos disminuye, ya que no son imprescindibles. Cuando incrementan los precios de productos de primera necesidad que se venden al por mayor y menor en el mercado nacional, la población recurre a productos inferiores o a sustitutos que cumplan la misma función, pero representen un costo más bajo.

En cuanto a la amenaza de nuevos participantes, las barreras de entrada al sector comercial son bajas, pero dependen del negocio específico al que se dedique la empresa. Existe un beneficio en términos de economías de escala; muchas veces las empresas que se dedican a la venta al por mayor de un producto determinado, adquiere los productos de sus proveedores en masa, lo cual puede disminuir los costos en comparación con empresas minoristas que demandan una cantidad de producto inferior. Sin embargo, el tamaño del sector permite un fácil acceso a proveedores y canales de distribución. En general, la inversión inicial no es tan elevada en comparación con otros sectores de la economía; no obstante, para crecer en la industria se requiere de una inversión importante en infraestructura para la apertura de sucursales y puntos de venta en distintas localidades, así como de una importante fuerza de ventas, capacitada en aspectos técnicos y en estrategias comerciales, lo que podría significar la incursión en costos representativos. Esta fuerza laboral podría convertirse posteriormente en una barrera de salida, debido a los elevados costos de liquidación asociados. Adicionalmente, el desarrollo de canales de comercialización alternativos implica el uso de plataformas e infraestructura tecnológica que podría tener un costo elevado y no ser accesible para empresas pequeñas y nuevos participantes de la industria. Finalmente, las empresas grandes en los diversos segmentos del sector comercial generalmente operan con la representación exclusiva de marcas de alto prestigio y reconocimiento a nivel internacional, lo cual dificulta el posicionamiento de nuevos participantes.

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 Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una buena participación de mercado y un nivel de ingresos por ventas adecuado dentro del sector en el que opera.

³³ El Universo. (2020, junio). 572 empresas acceden al crédito Reactívale. <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/572-empresas-credito-reactivate>

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Tercera Emisión de Obligaciones CENTURIOSA S.A. como empresa dedicada a la industrialización o fabricación, importación, exportación, compra, venta, distribución, empaque, consignación, representación y comercialización de artefactos domésticos y electrodomésticos, así como sus repuestos y accesorios, 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 8: Historia de la compañía

Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

CENTURIOSA S.A. tiene como misión ser una empresa comercial privada ecuatoriana, dedicada a satisfacer las necesidades de climatización del mercado nacional; mediante productos y servicios de calidad, que contribuyan con responsabilidad ambiental al confort de los clientes, y crear valor para los accionistas. La empresa tiene como visión para el año 2021 ser reconocida como el principal proveedor del mercado nacional de climatización y refrigeración, mediante presencia y soporte directo de calidad en las mayores ciudades del país.

La compañía tiene como objeto social dedicarse a la industrialización o fabricación, importación, exportación, compra, venta, distribución, empaque, consignación, representación y comercialización de artefactos domésticos y electrodomésticos, así como sus repuestos y accesorios. La compañía cuenta con la representación exclusiva a nivel nacional de marcas de aire acondicionado como Lennox y Casal, así como la comercialización de diversas marcas reconocidas a nivel internacional como Panasonic, Comfort Air, Fiberglass, Owens, Dayton, entre otras.

A la fecha del presente informe CENTURIOSA S.A. cuenta con un capital social de USD 100.000,00, dividido en acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. El compromiso de los socios con la empresa se evidencia en su participación activa en la gestión y administración.

CENTURIOSA S.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Amador Izquierdo Ernesto Carlos	Ecuador	98.150,00	98,15%
Peters Marriot Karina Ana María	Ecuador	1.850,00	1,85%
Total		100.000,00	100,00%

Tabla 10: Estructura societaria 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
Saitcorp S.A.	Amador Izquierdo Ernesto Carlos, Peters Marriot Karina Ana María	Accionariado y Administración	Activa
Servicenturiosa S.A.	Amador Izquierdo Ernesto Carlos, Peters Marriot Karina Ana María	Accionariado	Activa
Soluciones Tecnológicas Soltecnológica S.A.	Amador Izquierdo Ernesto Carlos	Accionariado y Administración	Activa
Centurionar S.A.	Amador Izquierdo Ernesto Carlos, Peters Marriot Karina Ana María	Accionariado y Administración	Activa

Tabla 11: Compañías relacionadas por administración y/o accionariado

Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

Actualmente, CENTURIOSA S.A. no cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo implementadas de manera formal dentro de la compañía. No obstante, CENTURIOSA S.A. mantiene normas de control interno, reglas y prácticas que mejoran conjuntamente la transparencia y el profesionalismo con los accionistas, directores, la gerencia, los clientes, los trabajadores y la sociedad. A pesar de no contar con un departamento de Control Interno, la compañía mantiene normas de control en cada área de operación, las cuales se ejecutan por todo el personal y se controlan por los directivos o jefes de cada área.

De acuerdo con los estatutos de la compañía, el gobierno está a cargo de la Junta General, misma que constituye su órgano supremo. La administración de la compañía está a cargo del Presidente y del Gerente General. El Presidente y el Gerente General tienen las más amplias facultades para administrar la compañía y ejercen la representación legal, judicial y extrajudicial de la Sociedad. A continuación se presenta un extracto del organigrama de la compañía:

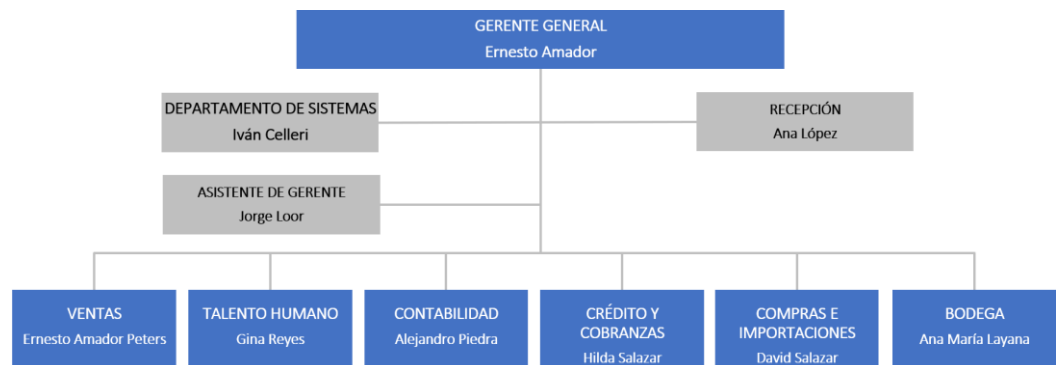


Gráfico 9: Organigrama

Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

CENTURIOSA S.A. cuenta con un equipo de trabajo con amplia experiencia, con las competencias necesarias para ejecutar las funciones y desempeñarse en sus cargos respectivos, y que se alinea a los principios y lineamientos corporativos. No existen sindicatos ni comités de empresa que alteren el desempeño normal de las actividades de la empresa. A la fecha del presente informe, la empresa contó con 40 empleados divididos en las distintas áreas operativas de la organización. Asimismo, existieron dos empleados con capacidades limitadas laborando en las áreas administrativas.

La estrategia de CENTURIOSA S.A. se basa en contar con un equipo humano calificado, con información estratégica y una sólida cultura organizacional, para así lograr optimizar los recursos empresariales, incrementar/fidelizar clientes, y gestionar los aspectos regulatorios. Con lo anterior, la compañía espera incrementar sus ventas en los próximos años, y lograr una rentabilidad sobre ventas anual de aproximadamente 8%. En los últimos años, la compañía se ha centrado en estrategias fundamentales:

- Segmentación de clientes por vendedores para gestionar las ventas.
- Seguimiento a clientes target para bajar el consumo por centrales viejas, a través de un call center.
- Alianza para acceder al “crédito verde” otorgado por instituciones financieras para la compra de aires acondicionados.
- Incrementar distribuidores en provincias.

- Centro de entrenamiento a instaladores.
- Introducción de nuevos productos y marcas que se comercializan a través de la misma red de distribuidores.
- Adquisición de seguro de crédito para todas las ventas superiores a USD 3.000 con el objetivo de mitigar los riesgos de incobrabilidad.

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 Numerales 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.

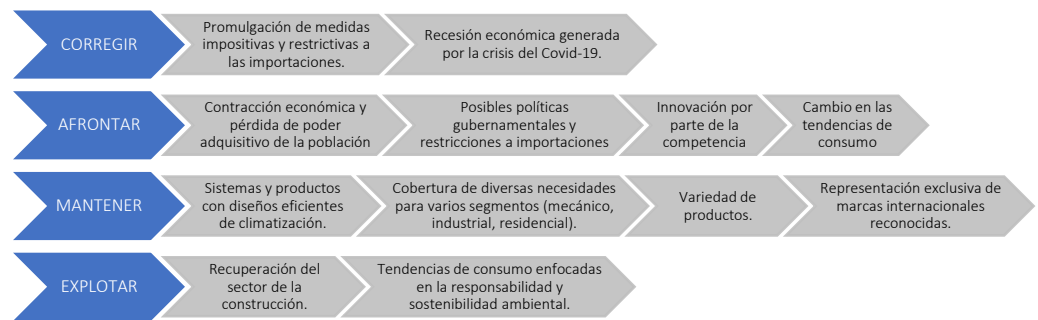


Gráfico 10: Planificación estratégica
Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

La compañía mantiene una serie de elementos que la definen y la distinguen de otras organizaciones, y que se encuentran presentes en el modelo de organización, en el tipo de liderazgo, en la comunicación de sus miembros y, en definitiva, en la cultura corporativa. Estos valores corporativos son:

- Calidad
- Innovación
- Honestidad
- Responsabilidad
- Lealtad
- Empatía
- Valoración

A partir de 2015, CENTURIOSA S.A. es reconocida como Empresa Formadora de la Carrera de Ingeniería de Empresas por la Universidad Católica Santiago de Guayaquil, contribuyendo al desarrollo profesional de la sociedad.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el Sistema de Seguridad Social, con el Servicio de Rentas Internas y un certificado del Buró de Crédito, evidenciando que la compañía se encuentra al día con las entidades financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. La compañía es codeudora de SAITCORP S.A. en una operación de USD 23.528,34 con Banco Guayaquil S.A. 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

CENTURIOSA S.A. tiene como actividad principal la comercialización, reparación, mantenimiento e instalación de equipos de ventilación y aire acondicionado. La compañía satisface las necesidades de climatización del mercado nacional; mediante productos y servicios de calidad. El Emisor opera en dos líneas de negocios principales:

VENTA DE EQUIPOS Y MATERIALES

- Productos orientados al mercado de climatización.

SERVICIOS

- Prestación de servicios de reparación, mantenimiento e instalación de equipos.

Los programas de mantenimiento de la compañía se centran en brindar una solución financiera para sus clientes, mejorando la eficiencia, reduciendo los costos operativos de los equipos de climatización, y preservando su inversión inicial. Dentro de los servicios que brinda se encuentran el mantenimiento proactivo, la reparación y el reemplazo de componentes, los servicios de emergencias y servicios de asistencia 24/7.

CENTURIOSA S.A. opera dentro de las líneas de aislamiento térmico, cassette, alta eficiencia, centrales comerciales, centrales residenciales, compresores, extractores, faan coils, mini splits, sistemas VRF, paquetes comerciales, paquetes residenciales, repuestos, entre otros. La compañía tiene la representación de varias marcas reconocidas a nivel internacional, entre estas Amrad, AO Smith, Bristol, Casals, Comfort Air, Copeland, Edison, FiberGlass, LAU, Luxpro, Owners Corning, Panasonic, Sanyo, Smart Electric, Sonoff, Tecumseh y TGM. Adicionalmente, tiene la representación exclusiva de la marca estadounidense Lennox.

La oficina matriz de la compañía se encuentra ubicada en la ciudad de Guayaquil. Adicionalmente, cuentas con dos sucursales ubicadas en la ciudad de Quito y en la ciudad de Manta, lo cual le permite acceder a un mayor número de clientes alrededor del país.

CLIENTES

La empresa atiende a dos grupos de clientes principales a través de la venta en almacenes, en los que la distribución es directa, y por medio de ventas en obras, enfocadas en grandes proyectos. La venta en almacenes se centra en clientes finales de todos los niveles socioeconómicos, así como en distribuidores e instaladores, quienes representan una parte importante de sus ingresos. Los instaladores prefieren adquirir equipos en CENTURIOSA S.A. debido a la disponibilidad permanente de equipos y repuestos que se ajustan a las necesidades de sus clientes. Por otro lado, la venta en obras se refiere principalmente a los ingresos por venta de equipos y repuestos, así como por el diseño del sistema de climatización y servicio de instalación a edificios.

La compañía presentó una concentración aproximada de 7% en su cliente principal. La compañía trabaja en una estrategia de reducción de la dependencia hacia un único cliente para crecer hacia un mayor segmento de mercado. Los principales clientes de la compañía son:

CLIENTES	PARTICIPACIÓN (%)
Multitecnos	7,00%
Sisclima	6,50%
Aclimatic	6,00%
Paul Álvarez Lloret	5,50%
Servicenturiosa S.A.	5,20%
InmeProjects	3,30%
Otros	66,50%
Total	100,00%

Tabla 12: Detalle de clientes principales.

Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

CADENA DE SUMINISTROS

En cuanto a los proveedores, CENTURIOSA S.A. trabaja con socios comerciales a nivel nacional e internacional, lo cual le permite mitigar riesgos de concentración y contar con un aprovisionamiento oportuno de equipos y repuestos. Esto representa una ventaja competitiva en el mercado. Los principales proveedores de la compañía son:

PROVEEDORES LOCALES	PARTICIPACIÓN (%)
Farletza S.A.	27%
FISA Fundiciones Industriales S.A.	19%
Torres & Torres Agentes de Aduanas	13%
Otros	41%
Total	100,00%

Tabla 13: Detalle de principales proveedores locales.
Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

PROVEEDORES DEL EXTERIOR	PARTICIPACIÓN (%)
Lennox Global	65%
Nacional de Cobre	12%
Midea Electric	5%
Ventilación Industrial	5%
Refricenter	4%
Otros	9%
Total	100,00%

Tabla 14: Detalle de principales proveedores del exterior.
Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

POLÍTICAS PRINCIPALES

Con el objetivo de reducir el riesgo de pérdidas en sus operaciones, CENTURIOSA S.A. mantiene vigentes pólizas de seguros sobre los activos, de acuerdo con el siguiente detalle:

PÓLIZAS DE SEGURO	SUMA ASEGURADA (USD)	VENCIMIENTO	COMPAÑÍA ASEGURADORA
Importaciones; transporte marítimo, aéreo y terrestre de mercadería propia del giro de negocio.	250.000	15/12/2020	Seguros Cóndor S.A.
Fidelidad	40.000	15/12/2020	Seguros Cóndor S.A.
Responsabilidad Civil	200.000	15/12/2020	Seguros Cóndor S.A.
Casco de buque	150.000	15/12/2020	Seguros Cóndor S.A.
Transporte interno; transporte terrestre, marítimo, aéreo, fluvial o férreo de mercadería en general propias del giro de negocio.	50.000	15/12/2020	Seguros Cóndor S.A.
Vehículos	313.190	15/12/2020	Seguros Cóndor S.A.
Incendio	3.632.254,48	15/12/2020	Seguros Cóndor S.A.

Tabla 15: Detalle de pólizas de seguro.
Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

POSICIÓN COMPETITIVA

Los competidores directos de CENTURIOSA S.A. en la comercialización, reparación, mantenimiento e instalación de aires acondicionados y sistemas de ventilación incluyen compañías que brindan servicios relacionados con las áreas de aire acondicionado, ventilación y refrigeración, para uso residencial, comercial, de ingeniería aplicada y de comercialización. Los productos de CENTURIOSA S.A. alcanzan una participación aproximada de 16% dentro del mercado. Los principales competidores, y su respectiva participación de mercado, son:

POSICIÓN COMPETITIVA	PARTICIPACIÓN (%)
Anglo Ecuatoriana C.A.	23%
Centuriosa S.A.	16%
BlueAir Technologies S.A.	16%
Sigman Service S.A.	13%
Megafrío S.A.	12%
Importadora Tomebamba S.A.	10%
Otros	10%
Total	100%

Gráfico 11: Participación de mercado.

Fuente: CENTURIOSA S.A.; Elaboración: GlobalRatings

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

Durante el periodo de estudio, las ventas de CENTURIOSA S.A. presentaron una tendencia creciente, al pasar de USD 5,46 millones en 2016 a USD 6,49 millones, lo cual constituye un incremento de 18,88% durante el periodo analizado. Entre 2016 y 2017, las ventas de la compañía incrementaron en 14,91%, alcanzando un monto de USD 6,27 millones al cierre del año, coherente con la recuperación económica de la economía del Ecuador y la mejora en el poder adquisitivo de la población, lo cual dinamizó al sector comercial. Para 2018, las ventas incrementaron en un 5,54% adicional, producto de una mayor prestación de servicios de instalación, reparación y mantenimiento. Al cierre de 2019 los ingresos se mantuvieron estables, con una disminución marginal de 1,97% (-USD 130,58 mil). Este comportamiento se produjo al no prestar servicios de taller y reparación durante el año, no obstante, la línea de venta de equipos mantuvo el comportamiento creciente registrado en años anteriores.

Para mayo de 2020 la declaratoria del estado de emergencia y su impacto sobre la movilidad y el comercio deterioró los ingresos de la compañía, evidenciando una caída de 37,75% en la venta de equipos y materiales, que alcanzó un monto de USD 1,73 millones al cierre del periodo (frente a USD 2,77 millones en mayo de 2019). Se estima que la reactivación gradual de las actividades comerciales y la mejora progresiva en el sector de la construcción y en la capacidad adquisitiva de la población, permita revertir el efecto de la paralización económica parcialmente hasta el cierre de 2020. No obstante, se prevé que al término del año los ingresos se mantendrán por debajo de los alcanzados en años anteriores, y que se recuperarán gradualmente a partir de 2021.

La venta de equipos y materiales se mantuvo como la más representativa durante todo el periodo analizado. Entre 2016 y 2018 el crecimiento de la línea de prestación de servicios permitió incrementar su participación dentro de los ingresos totales. No obstante, a partir de 2019 la compañía se dedicó exclusivamente a la venta de equipos y materiales relacionados con ventilación, aire acondicionado y refrigeración, concentrando el 100% de las ventas al cierre de 2019 y para mayo de 2020.

LÍNEA DE NEGOCIO	2016	2017	2018	2019	MAYO 2020
Venta de equipos y materiales	5.419.485	6.197.057	6.417.447	6.486.954	1.726.738
Prestación de servicios	31.836	72.464	199.449	-	-
Otros ingresos	5.376	498	639	-	-
Total	5.456.697	6.270.019	6.617.535	6.486.954	1.726.738

Tabla 16: Composición de ventas.

Fuente: CENTURIOSA S.A.; Elaboración: GlobalRatings

El costo de ventas de la compañía fluctuó fundamentalmente en función de las ventas, con un comportamiento creciente entre 2016 y 2018 y una disminución marginal de 2,19% al cierre de 2019. Consecuentemente, la participación del costo de ventas se mantuvo estable durante todo el periodo analizado, y promedió 71,00% entre 2016 y 2019. Para mayo de 2020, esta participación fue de 71,06%. El costo de la línea de prestación de servicios mantuvo un comportamiento creciente entre 2016 y 2018, pero para 2019 este se revirtió, en función de la composición de las ventas. Por lo tanto, para mayo de 2020 el costo de ventas se concentró en los equipos y materiales adquiridos localmente y en el exterior.

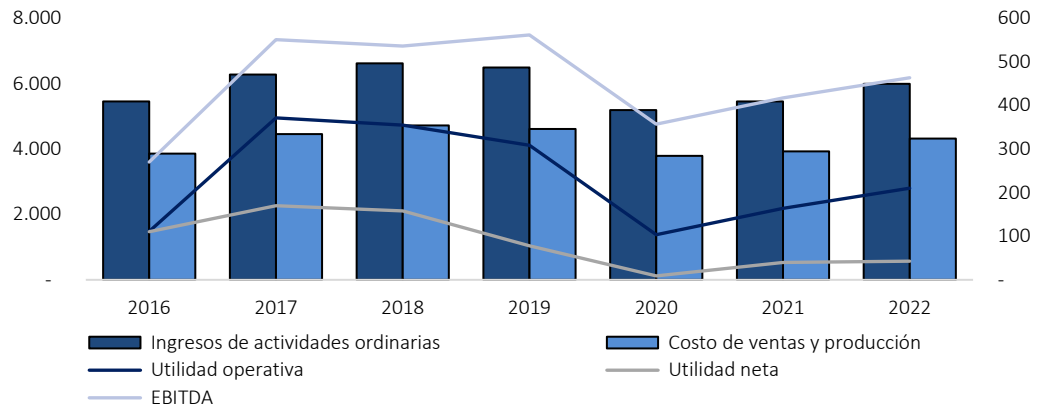


Gráfico 12: Estado de Resultados.
Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

La estabilidad del costo de ventas durante el periodo analizado permitió mantener el margen bruto en niveles cercanos al 29%, y consecuentemente, incrementar la utilidad bruta entre 2016 y 2018. Para 2019, la caída marginal en los ingresos deterioró la utilidad bruta en 1,43% (-USD 27,26 mil), la cual alcanzó un monto de USD 1,87 millones. De la misma manera, para mayo de 2020 la utilidad bruta se contrajo en 38,31% (-USD 310,39 mil), en función de la caída registrada en las ventas producto de la crisis actual y alcanzó los USD 499,77 mil. No obstante, el margen bruto se mantuvo en 28,94%. En un escenario estresado, se prevé que la participación del costo de ventas al cierre de 2020 incremente, producto de disrupciones en las cadenas de suministro internacionales, por lo cual se estima una disminución en la utilidad bruta al término del año.

Por su parte, los gastos operativos mantuvieron una tendencia creciente durante el periodo de estudio, al pasar de USD 1.44 millones en 2017 a USD 1,57 millones en 2019, lo cual constituye un incremento del 8,83% durante el periodo. Para diciembre de 2019, los gastos administrativos representaron el 10,24% de las ventas y superaron en 1,76% a los registrados en 2018, concentrados en remuneraciones y beneficios sociales (USD 261 mil), honorarios y comisiones (USD 168 mil), entre otros. Por su parte, los gastos de ventas se mantuvieron estables, con un incremento marginal de USD 7,73 mil alcanzando los USD 902,23 mil. Entre mayo de 2019 y mayo de 2020 los gastos operativos disminuyeron en 19,40%, en función, por un lado, de la caída de las ventas y su impacto sobre las comisiones pagadas, y por otro lado, de los esfuerzos de la compañía por ajustar los niveles de gastos administrativos ante la situación de mercado. No obstante, el peso de la estructura operativa incrementó de 23,67% de las ventas en mayo de 2019 a 30,65% de las ventas en mayo de 2020.

Debido al comportamiento de los gastos operativos, la utilidad operativa presentó un comportamiento decreciente entre 2017 y 2019, al pasar de USD 371 mil a USD 308 mil. Estos rubros se traducen en márgenes operacionales de 5,92% y 4,75%, respectivamente. Para mayo de 2020 el incremento en el peso de la estructura operativa en función de la caída de los ingresos generó una pérdida operativa de USD 29,41 mil, que representó el -1,70% de las ventas.

El comportamiento de los gastos financieros durante el periodo analizado responde principalmente a la amortización y vencimiento de la Segunda Emisión de Obligaciones y a la aprobación, colocación y posterior amortización de la Tercera Emisión de Obligaciones, cuyos pagos de capital e intereses iniciaron en diciembre de 2017. Para diciembre 2019, los gastos financieros alcanzaron un monto de USD 158,20 mil, que constituyó una disminución de 9,67% frente a la cifra reflejada en 2018, en función de la amortización de la emisión de obligaciones, compensada parcialmente por la adquisición de un crédito bancario con Banco Guayaquil S.A. Este comportamiento se mantuvo en el comparativo interanual, con una disminución de 18,74% en los gastos financieros registrados entre mayo de 2019 y mayo de 2020. No obstante, la crisis económica actual y su impacto sobre la generación operativa de la compañía la ha llevado a recurrir a mayores obligaciones financieras, lo que podría generar un gasto más elevado al cierre del año y en periodos posteriores.

Después de considerar el gasto por participación a trabajadores e impuesto a la renta, la utilidad neta exhibió un comportamiento creciente entre 2017 y 2018, al pasar de USD 169,87 mil a USD 158,13 mil. Para diciembre 2019, la compañía alcanzó una utilidad neta de USD 78,15 mil, monto que representó el 1,20% de los ingresos y constituyó una disminución del 50,58% frente al 2018. Los resultados se vieron afectados directamente por una menor generación de ingresos no operacionales producto de un menor ingreso por recuperación de cartera y un menor rendimiento sobre las inversiones. Para mayo de 2020 la compañía registró una pérdida neta de USD 56 mil, que representó el 3,26% de las ventas de la compañía.

CALIDAD DE ACTIVOS

Dado el giro de negocio de la compañía, el grueso de los activos se concentra en tres cuentas principales: los inventarios que la compañía mantiene en stock y las mercaderías en tránsito provenientes del exterior, las cuentas por cobrar comerciales generadas por la venta a crédito a clientes, y la propiedad, planta y equipos. Al 31 de mayo de 2020, el 72% del activo total se condensó en estos rubros.

Durante el periodo de análisis el activo exhibió un comportamiento fluctuante, y pasó de USD 7,21 millones en 2017 a USD 6,75 millones en 2019, con una disminución de 6,41% durante dicho periodo. Entre 2017 y 2019, los activos corrientes representaron, en promedio, el 74,84% de los activos totales, coherente con el giro de negocio de la compañía y su elevada dependencia en los niveles de inventario. Por su parte los activos no corrientes representaron, en promedio, el 25,16% restante. Existió un incremento en los niveles de eficiencia del activo entre 2017 y 2019, al pasar de una rotación de 0,87 a 0,96.

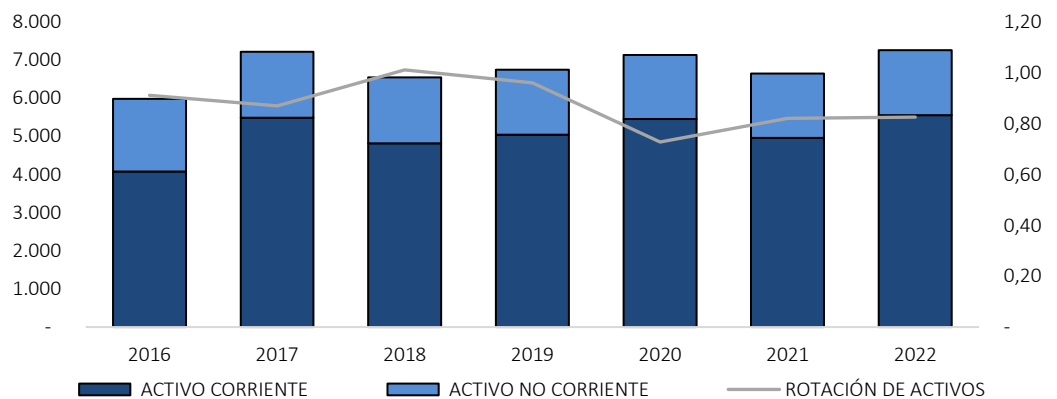


Gráfico 13: Evolución del activo.
Fuente: CENTURIOSA S.A. Elaboración: GlobalRatings

Al cierre de 2017 el activo total incrementó en 20,51% producto de mayores saldos de efectivo en caja y bancos, así como a un mayor aprovisionamiento de inventarios e importaciones en tránsito. Para 2018 el activo total se redujo en 9,30% (-USD 670,57 mil), producto fundamentalmente de una disminución en los saldos de efectivo y equivalentes. A diciembre de 2019, el activo total se mantuvo estable, con un incremento marginal de 3,18% (-USD 207,97 mil), concentrado en las cuentas por cobrar comerciales y en los niveles de efectivo. Se evidenció una disminución de USD 323 mil en los niveles de inventarios, en función de una mayor rotación de equipos condensadores, evaporadores y consolas de aire acondicionado de marca Lennox. Al 31 de mayo de 2020 el activo totalizó USD 7,24 millones, monto que representa un incremento de 4,35% frente a mayo de 2019 y de 7,21% con respecto a diciembre de 2019. Este comportamiento se dio en función de un aumento significativo en los niveles de importaciones en tránsito, compensadas parcialmente por una disminución de las cuentas por cobrar comerciales en función de la caída en la actividad de la compañía.

Coherente con el comportamiento del activo registrado hasta mayo de 2020, se prevé un incremento en el activo total al cierre del año impulsado por una menor rotación del inventario, que deteriorará los niveles de eficiencia generales del activo. Se proyecta una recuperación gradual en la eficiencia de la compañía a partir de 2021, con una mejor gestión del inventario y una recuperación de cartera adecuada.

Las cuentas por cobrar comerciales representaron saldos pendientes de cobro a clientes y a tarjetas de crédito, en función de la venta de equipos y materiales de las diversas marcas comercializadas por la

compañía. De esta manera, las variaciones en las cuentas por cobrar se encuentran ligadas al comportamiento de las ventas, señal de una adecuada gestión de recuperación de cartera. Entre 2016 y 2018 las cuentas por cobrar comerciales se mantuvieron estables, en montos cercanos a los USD 1,3 millones. No obstante, para 2019 se evidenció una mayor política de venta a crédito, que impulsó al alza los saldos por cobrar a pesar de la caída en las ventas al cierre del año. Consecuentemente, los días promedio de recuperación de cartera incrementaron de 73 en 2018 a 87 en 2019. La caída de las ventas para mayo de 2020 profundizó el deterioro en los días promedio de recuperación de cartera, que ascendieron a 132, lo que constituye una mayor presión sobre los flujos de la compañía.

El efecto de la crisis actual se evidencia también en los niveles de recuperabilidad de la cartera para mayo de 2020. Se evidencia un deterioro en la antigüedad de la cartera, con una disminución en la concentración de las cuentas por cobrar con plazos vigentes, que pasó de 55,96% en diciembre de 2019 a 30,54% en mayo de 2020. De la misma manera, la cartera vencida incrementó durante dicho periodo, con una concentración de 45,67% en plazos vencidos de 31 a 120 días. No obstante, existió una disminución en la concentración de saldos vencidos a más de 120 días. La compañía registra una provisión de USD 21,01 mil, que se mantuvo estable desde 2018, que presenta una cobertura de 2% sobre la cartera vencida total y de 5,04% sobre la cartera vencida a más de 120 días.

ANTIGÜEDAD DE CARTERA	2018	2019	MAYO 2020
De 0 a 30	56,18%	55,96%	30,54%
De 31 a 60	0,13%	0,25%	19,77%
De 61 a 90	0,05%	0,07%	17,05%
De 91 a 120	0,75%	0,49%	5,40%
De 121 a 360	8,12%	9,46%	
Más de 361	34,77%	33,77%	27,25%
Total	100,00%	100,00%	100,00%

Tabla 17: Antigüedad de cartera.

Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Durante el periodo analizado, la compañía mantuvo cuentas por cobrar comerciales de largo plazo, correspondientes a saldos adeudados por Centuriosa Instalaciones S.A. Instacensa, con vencimiento mayor a un año, generados por la venta de mercadería efectuada en años anteriores. La empresa dejó de ser relacionada por accionariado en 2014, año en el que fue vendida a un tercero. Con fecha 22 de febrero de 2016, se establecieron las condiciones para la recuperación de la cartera a 3 años plazo, con una tasa de interés del 12,5% anual. Para diciembre de 2019 y mayo de 2020, las cuentas por cobrar comerciales de largo plazo correspondieron a la refinanciación de la deuda de clientes, por montos de USD 538 mil en ambos casos. Asimismo, al cierre de 2019 se registraron cuentas por cobrar a compañías relacionadas por USD 78 mil, monto que incrementó a USD 91 mil para mayo de 2020, y representó el 1,26% del activo total.

Por otro lado, debido al giro de negocio de CENTURIOSA S.A., los inventarios constituyen el principal activo de la compañía y representaron, en promedio durante el periodo de estudio, el 31% de los activos totales. Estos mantuvieron un comportamiento fluctuante durante el periodo analizado, con un comportamiento creciente entre 2016 y 2018 debido a la mayor necesidad de aprovisionamiento de mercancías para hacer frente al incremento de las ventas y mantener disponibilidad permanente de equipos y repuestos. No obstante, al cierre de 2019 el inventario se redujo en 13,60% producto de un menor aprovisionamiento de condensadores, evaporadores y consolas de aires acondicionados de marca Lennox. Asimismo, se evidenció una mayor provisión por deterioro de inventarios (USD 19,97 mil), en base al análisis efectuado por la Administración de la mercadería sin rotación desde el año 2012. Para mayo de 2020 el inventario alcanzó los USD 2,04 millones, monto que representa una disminución de 13,50% con respecto a mayo de 2019 y que se mantuvo estable frente a diciembre de 2019. No obstante, las importaciones en tránsito presentaron un incremento significativo para mayo de 2020 (+384% con respecto a mayo de 2019 y +167% frente a diciembre de 2019), por lo que se espera un aumento en los inventarios totales al cierre del año, dada la menor rotación de los productos evidenciada hasta mayo. Los días de inventario mantuvieron un comportamiento estable entre 2019 y 2019, con una ligera disminución al término de dicho periodo en función del menor aprovisionamiento de existencias al cierre del año. No obstante, la caída en las ventas registrada para mayo de 2020 deterioró la rotación de la mercadería, elevando los días de inventario a un promedio de 249.

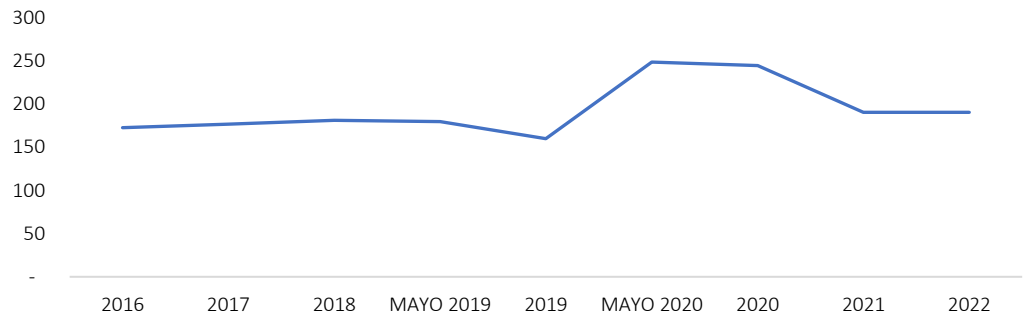


Gráfico 14: Días de inventario.
Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

En cuanto a la propiedad, planta y equipo, esta mantuvo un comportamiento decreciente entre 2016 y 2019, en respuesta fundamentalmente a la depreciación del activo fijo. Para mayo de 2020 se evidencia un incremento de USD 32,09 mil con respecto a diciembre de 2019, debido principalmente a la adquisición de vehículos y maquinarias. Por otro lado, la compañía mantuvo propiedades de inversión durante todo el periodo analizado, que alcanzaron un monto USD 255 mil para diciembre de 2019 (USD 249 mil para mayo de 2020). Estas correspondieron a un bien inmueble recibido en calidad de dación de pago y transferencia de dominio, en pago de deudas comerciales contraídas por Centuriosa Instalaciones S.A. Instacensa.

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Históricamente, CENTURIOSA S.A. ha fondeado el crecimiento de las actividades mediante recursos propios por encima de recursos de terceros, evidenciando un nivel de apalancamiento relativamente bajo en comparación con otras empresas de la industria. El patrimonio de la compañía representó cerca del 55% de los activos al cierre de 2019 (51% para mayo de 2020), siendo los resultados acumulados de ejercicios anteriores la principal fuente de financiamiento. Por el lado del pasivo, este se concentró principalmente en el corto plazo, con una participación promedio de 56% del pasivo corriente sobre el pasivo total. CENTURIOSA S.A. apalanca sus operaciones a través del crédito de proveedores en la compra de mercadería, la emisión de obligaciones en el Mercado de Valores y la adquisición de obligaciones financieras. Al 31 de mayo de 2020, estas tres fuentes de financiamiento representaron el 72% del pasivo total.

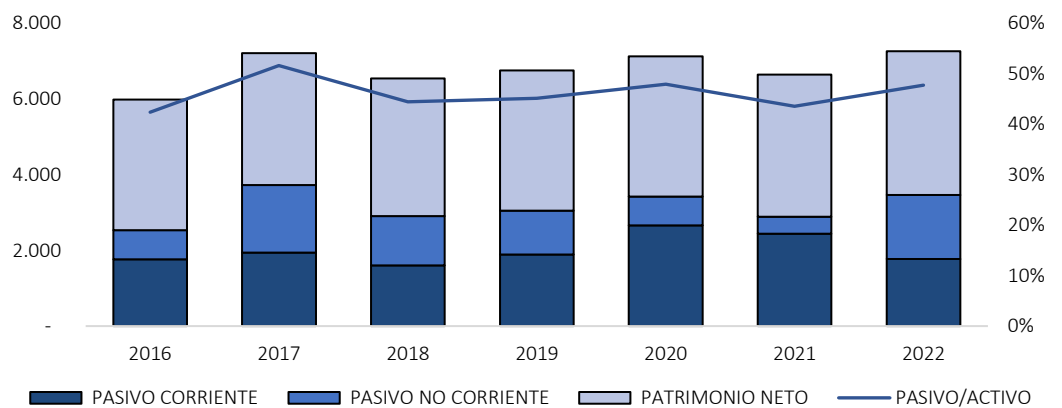


Gráfico 15: Estructura de financiamiento (miles USD).
Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Entre 2016 y 2017 el pasivo creció en 46,82% (+USD 1,19 millones), impulsado por la colocación de la Tercera Emisión de Obligaciones que elevó los saldos de los valores en circulación tanto de corto como de largo plazo. Al cierre de 2018 el pasivo total se redujo en 21,94% (-USD 817,19 mil), en función de la amortización parcial de los valores emitidos, así como de la cancelación de saldos pendientes de pago a proveedores, que redujo el nivel de apalancamiento operativo. Para 2019 el pasivo total se mantuvo estable, con un incremento marginal de USD 140,74 mil (+4,84%) asociado a mayores cuentas por pagar comerciales de corto plazo así como a la adquisición de obligaciones financieras con BANCO GUAYAQUIL S.A., compensados parcialmente por la amortización de la Tercera Emisión de Obligaciones. Para mayo de 2020 la menor generación de flujo

operativo impulsó al alza el nivel de apalancamiento de la compañía, evidenciando un incremento en el pasivo total de 12,33% con respecto a mayo de 2019 y de 17,81% frente a diciembre de 2019. Este comportamiento se dio en función de la adquisición de obligaciones financieras de corto y largo plazo, que alcanzaron el monto máximo registrado durante el periodo analizado. De la misma manera, para mayo de 2020 se registraron mayores cuentas por pagar a proveedores y anticipos de clientes, lo que le permitió a la compañía incrementar el monto de importaciones en tránsito.

A partir de 2016, los préstamos bancarios de la compañía presentaron un comportamiento decreciente, cancelándose en su totalidad al cierre de 2017, en respuesta a la colocación de la Tercera Emisión de Obligaciones, cuyos fondos fueron utilizados para la sustitución de pasivos con costo, así como para el financiamiento de capital de trabajo. De la misma manera, para 2018 no se registraron obligaciones con entidades financieras aparte del saldo de tarjetas de crédito corporativas. Durante 2019 CENTURIOSA S.A. adquirió un préstamo de USD 200 mil con vigencia de dos años, a una tasa de 8,95%, para financiar capital de trabajo, por lo que al cierre del año se registró un saldo por pagar de dicho préstamo de USD 24 mil en el corto plazo y de USD 106 mil en el largo plazo. Para mayo de 2020 se evidenció la adquisición de un préstamo con terceros por USD 350 mil a una tasa de 9%, en función de la mayor necesidad de financiamiento para afrontar la caída en las ventas. Adicionalmente, se evidencia un incremento en el saldo por pagar a de tarjetas de crédito corporativas. Consecuentemente, para mayo de 2020 las obligaciones financieras de corto y largo plazo pasaron a representar el 15% del pasivo total.

Adicionalmente, CENTURIOSA S.A. financia sus actividades mediante recursos provenientes del Mercado de Valores. Durante el periodo analizado, los saldos de las obligaciones en circulación fluctuaron en función de la amortización de la Segunda Emisión de Obligaciones y su vencimiento en marzo de 2019, así como en respuesta a la colocación de la Tercera Emisión de Obligaciones a partir de septiembre de 2017 y su correspondiente amortización hasta la fecha de corte de la información. Para mayo de 2020 se registró un saldo por pagar de la Emisión de USD 923,75 mil e intereses por pagar en el corto plazo por USD 15,40 mil.

FUENTES DE FINANCIAMIENTO	2016	2017	2018	MAYO 2019	2019	MAYO 2020
Banco Pichincha C.A.	109.896	-	-	-	-	-
Banco de la Producción S.A. Produbanco	63.676	-	-	-	-	-
Banco Bolivariano S.A.	83.333	-	-	-	-	-
Banco Guayaquil S.A.	441.155	-	-	185.323	129.610	88.021
Tarjetas de crédito	52.793	43.128	77.726	86.702	71.035	100.613
Fernando Moscoso	-	-	-	-	-	350.000
II Emisión de Obligaciones	709.866	349.817	64.952	-	-	-
III Emisión de Obligaciones	-	1.892.376	1.461.875	1.354.250	1.031.375	923.750
Total	1.460.719	2.285.321	1.604.553	1.626.274	1.232.020	1.462.384

Tabla 18: Evolución de fuentes de financiamiento.

Fuente: CENTURIOSA S.A.; Elaboración: GlobalRatings

En función del comportamiento registrado, se estima que las obligaciones emitidas en el Mercado de Valores incrementarán al cierre de 2020 en función de la colocación del Primer Programa de Papel Comercial, aprobado en junio de 2020, lo que le permitirá a la compañía reestructurar las obligaciones financieras y regresar al comportamiento registrado en años anteriores. Adicionalmente, se considera la colocación de una Cuarta Emisión de Obligaciones en el año 2022, de acuerdo con el comportamiento histórico.

El nivel de apalancamiento operativo se evidencia en la importancia de las cuentas por pagar comerciales dentro de la estructura del pasivo durante el periodo analizado, con una participación promedio de 27%. Las cuentas por pagar a proveedores mantuvieron un comportamiento fluctuante durante los últimos años, que respondió directamente a las negociaciones con proveedores de equipos principalmente del exterior. Al término de 2019 estos saldos registraron un incremento de 34,54% (+USD 246,87 mil), financiando la mayor compra de inventarios durante el periodo. Para mayo de 2020 las cuentas por pagar comerciales alcanzaron un monto de USD 1,10 millones, monto que representa un incremento de 8,65% frente a mayo de 2019 y de 14,32% con respecto a diciembre de 2019, financiando la importación de materiales ante la situación económica actual. Consecuentemente, los días de pago a proveedores incrementaron de 55 en 2018 a 75 en 2019 y a 134 para mayo de 2020. Esto permitió generar un calce adecuado entre el periodo promedio de

recuperación de cartera y el periodo de pago a proveedores, revirtiendo la presión existente en periodos anteriores y generando mayor holgura en los flujos de la compañía.

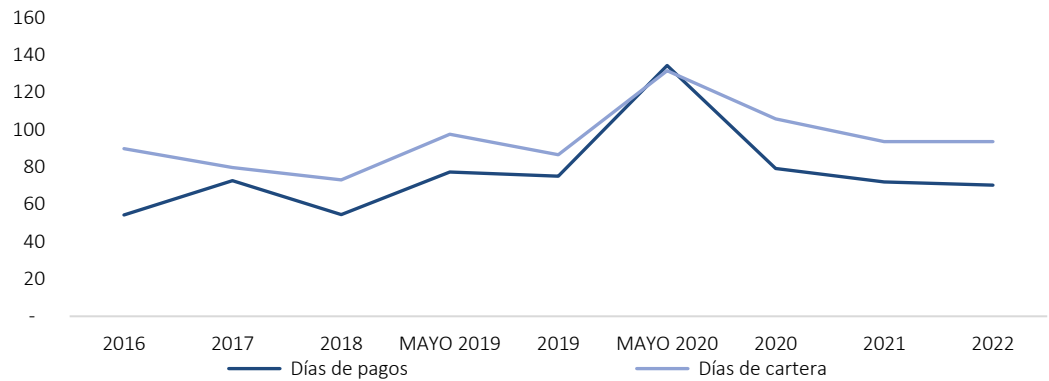


Gráfico 16: Días de cartera vs. días de pago.

Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Por otro lado, el patrimonio de la compañía pasó de financiar el 57,62% de los activos en 2016 a financiar el 54,85% de los activos en 2019 y el 50,39% de los activos en mayo de 2020. El patrimonio mantuvo un comportamiento estable entre 2016 y 2019, al pasar de USD 3,45 millones a USD 3,70 millones, lo cual constituye un incremento de 7,37% durante el periodo analizado. La cuenta más representativa dentro del capital fueron los resultados acumulados de ejercicios anteriores que, al 31 de mayo de 2020, alcanzaron los USD 3,55 millones y representaron el 97,43% del patrimonio. El capital social se mantuvo en USD 100 mil durante el periodo analizado, y representó, al 31 de mayo de 2020, el 2,74% del patrimonio total.

Al cierre del año 2017, se cancelaron dividendos a los accionistas por USD 100.000. Para 2018, el patrimonio se vio beneficiado por el incremento de 158,37 mil en los resultados acumulados, continuando la mejora para el 2019 por USD 147 mil. Para mayo de 2020, el patrimonio se vio reducido en función de la pérdida neta registrada durante el periodo.

Se prevé un deterioro en el patrimonio al cierre de 2020 producto de la pérdida neta proyectada para el periodo. La magnitud dependerá de la capacidad de la compañía para adaptarse a la realidad del mercado a través de la estrategia comercial y la optimización de recursos operativos.

PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe CENTURIOSA S.A., mantiene vigente la Tercera Emisión de Obligaciones y el Primer Programa de Papel Comercial. Debido a su antigüedad, la Primera Emisión de Obligaciones no cuenta con información digital de sus colocaciones. La presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

INSTRUMENTOS EMITIDOS	AÑO	APROBACIÓN	MONTO (USD)	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones	2011	SC-IMV-DAR-DJMV-G-11-0002889	1.700.000	Cancelada
Segunda Emisión de Obligaciones	2014	SC-IMV-DNFCDN-DNAYR-G-14-737	1.700.000	Cancelada
Tercera Emisión de Obligaciones	2017	SCVS.INMV.DNAR.17.00020153	2.000.000	Vigente
Primer Programa de Papel Comercial	2020	SCVS-INMV-DNAR-2020-00003719	1.000.000	Vigente

Tabla 19: Presencia Bursátil

Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido CENTURIOSA S.A., en circulación en el Mercado de Valores.

INSTRUMENTOS EMITIDOS	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO
Primera Emisión de Obligaciones CENTURIOSA S.A.	N/A	N/A	N/A
Segunda Emisión de Obligaciones CENTURIOSA S.A.	167	17	USD 1.675.877
Tercera Emisión de Obligaciones CENTURIOSA S.A.	95	10	USD 1.966.390

Tabla 20: Liquidez de presencia bursátil

Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En función de lo antes mencionado, Global Ratings 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 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.

INSTRUMENTO

Con fecha 28 de junio de 2017, la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas de CENTURIOSA S.A. autorizó la Tercera Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 2.000.000. La Emisión fue aprobada mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2017-000020153, emitida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 4 de septiembre de 2017.

Con fecha 14 de septiembre de 2017, el Agente Colocador inició la colocación de los valores. Hasta el 18 de diciembre de 2017, se colocó el 99,82% del monto de la emisión, en un total de 10 transacciones.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que el instrumento presentó aceptabilidad evidenciado en los tiempos de colocación antes mencionados, dando cumplimiento a lo estipulado 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.

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Monto de la emisión	Hasta USD 2.000.000,00					
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América					
Características	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	D	USD 610.000	Hasta 1.440 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
	E	USD 1.356.390	Hasta 1.800 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
Tipo de emisión	Los valores de la case A 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, tendrán la característica de Títulos Ejecutivos y mantendrán la misma forma de amortización.					
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Destino de los recursos	Los recursos captados servirán en USD 700.000 para sustituir pasivos con costo financiero, particularmente para la cancelación de deudas con instituciones financieras; y hasta USD 1.300.000 para capital de trabajo, principalmente para compra de inventarios y pago a proveedores nacionales y del exterior, derechos de aduanas, impuestos, beneficios sociales, sueldos y/o compra de activos fijos productivos.					
Valor nominal	USD 1.000					
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	Bursátil					
Rescates anticipados	La presente emisión no contempla rescates anticipados.					
Underwriting	La presente emisión no contempla un contrato de underwriting.					
Estructurador financiero y agente colocador	Casa de Valores Advfin S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE.					
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. 					

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

- 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 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.
-
- Resguardo voluntario
- Mantener un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía.

Tabla 21: Características del instrumento

Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

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, señala que el Emisor deberá establecer, de manera obligatoria, ciertas medidas orientadas a mantener el valor de la Garantía General, por lo que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. ha verificado que se cumplen las garantías, resguardos de Ley y el resguardo voluntario, incluido el límite de los activos depurados.

Al 31 de mayo de 2020, el saldo por pagar de la Tercera Emisión de Obligaciones fue de USD 923.750 millones, compuesto por:

- **Clase D:** USD 228.750
- **Clase E:** USD 695.000

El 14 de junio de 2020 se realizaron pagos de capital e intereses correspondientes a ambas clases, por un monto total de USD 107.625. Consecuentemente, el saldo por pagar a la fecha del presente informe es de USD 816.125, compuesto por:

- **Clase D:** USD 190.625
- **Clase E:** USD 625.500

Las tablas de amortización siguientes se basan en el monto real colocado:

AMORTIZACIÓN CLASE D	CAPITAL INICIAL	PAGODE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO CAPITAL
14/12/2017	610.000	38.125	12.200	50.325	571.875
14/3/2018	571.875	38.125	11.438	49.563	533.750
14/6/2018	533.750	38.125	10.675	48.800	495.625
14/9/2018	495.625	38.125	9.913	48.038	457.500
14/12/2018	457.500	38.125	9.150	47.275	419.375
14/3/2019	419.375	38.125	8.388	46.513	381.250
14/6/2019	381.250	38.125	7.625	45.750	343.125
14/9/2019	343.125	38.125	6.863	44.988	305.000
14/12/2019	305.000	38.125	6.100	44.225	266.875
14/3/2020	266.875	38.125	5.338	43.463	228.750
14/6/2020	228.750	38.125	4.575	42.700	190.625
14/9/2020	190.625	38.125	3.813	41.938	152.500
14/12/2020	152.500	38.125	3.050	41.175	114.375
14/3/2021	114.375	38.125	2.288	40.413	76.250
14/6/2021	76.250	38.125	1.525	39.650	38.125
14/9/2021	38.125	38.125	763	38.888	0

Tabla 22: Amortización Clase D (USD)

Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

AMORTIZACIÓN CLASE E	CAPITAL INICIAL	PAGODE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO CAPITAL
14/12/2017	717.800	35.890	14.356	50.246	681.910
14/3/2018	1.320.500	69.500	26.410	95.910	1.251.000
14/6/2018	1.251.000	69.500	25.020	94.520	1.181.500
14/9/2018	1.181.500	69.500	23.630	93.130	1.112.000
14/12/2018	1.112.000	69.500	22.240	91.740	1.042.500
14/3/2019	1.042.500	69.500	20.850	90.350	973.000
14/6/2019	973.000	69.500	19.460	88.960	903.500
14/9/2019	903.500	69.500	18.070	87.570	834.000
14/12/2019	834.000	69.500	16.680	86.180	764.500
14/3/2020	764.500	69.500	15.290	84.790	695.000
14/6/2020	695.000	69.500	13.900	83.400	625.500
14/9/2020	625.500	69.500	12.510	82.010	556.000
14/12/2020	556.000	69.500	11.120	80.620	486.500
14/3/2021	486.500	69.500	9.730	79.230	417.000
14/6/2021	417.000	69.500	8.340	77.840	347.500
14/9/2021	347.500	69.500	6.950	76.450	278.000
14/12/2021	278.000	69.500	5.560	75.060	208.500
14/3/2022	208.500	69.500	4.170	73.670	139.000
14/6/2022	139.000	69.500	2.780	72.280	69.500
14/9/2022	69.500	69.500	1.390	70.890	0

Tabla 23: Amortización Clase E (USD)

Fuente: CENTURIOSA S.A.; Elaboración: GlobalRatings

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que la escritura de Emisión no presenta inconsistencias desde el punto de vista legal. Del total del monto autorizado de la emisión, se encuentra colocada el 25%. Con lo expuesto anteriormente se da cumplimiento a los literales a y b, 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

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 31 de mayo de 2020, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos menos deducciones (USD 5,84 millones) ofrece una cobertura de 2,20 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 Tercera Emisión de Obligaciones de CENTURIOSA S.A., así como de los valores que mantiene en circulación, representa el 12,67% del 200% del patrimonio al 31 de mayo de 2020 y el 25,33% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	MONTO USD
Patrimonio	3.646.588
200% patrimonio	7.293.175
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación	923.750
Total emisiones	923.750
Total emisiones/200% patrimonio	12,67%

Tabla 24: 200% patrimonio (USD)

Fuente: CENTURIOSA S.A.; Elaboración: GlobalRatings

PERFIL FINANCIERO

El perfil financiero de la entidad bajo análisis, en este caso CENTURIOSA 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 CENTURIOSA S.A. la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas, que contrajo significativamente las ventas hasta mayo de 2020. Si bien podría existir una recuperación durante el segundo semestre de un año en función de la reactivación de ciertos sectores, las proyecciones realizadas suponen una caída de 20% en las ventas al cierre de 2020, con una recuperación a partir de 2021 que se mantendrá por debajo de los niveles de ventas alcanzados en años anteriores. Se considera una participación de 73% del costo de ventas sobre las ventas al cierre de 2020, superior al promedio histórico, con el objetivo de capturar posibles interrupciones en las cadenas de suministro internacionales, considerando que la mercadería comercializada es, en su mayoría, importada. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función de la participación histórica, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de instrumentos en el Mercado de Valores, así como a la adquisición de deuda bancaria de corto y largo plazo.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera incrementará al cierre de 2020 a pesar de la disminución de las ventas, en función de la menor liquidez circulante y, por lo tanto, una menor recuperación durante el periodo. Si bien no se evidencia el efecto sobre el monto total de la cartera hasta mayo de 2020, la reactivación de las actividades podría obligar a la compañía a otorgar financiamiento con el objetivo de recuperar los niveles de ventas y participación de mercado. Adicionalmente, la antigüedad de la cartera hasta mayo de 2020 señala el efecto negativo sobre la recuperación de los saldos pendientes de cobro. En función del comportamiento de las importaciones en tránsito registradas hasta mayo de 2020, se prevé un incremento significativo en los inventarios al término del año, considerando que la situación económica actual repercutirá de manera negativa sobre los niveles de rotación del inventario. Se considera la colocación total del Primer Programa de Papel Comercial en el transcurso de 2020, lo que le permitirá a la compañía reestructura el pasivo con costo y, por lo tanto, se proyecta un comportamiento decreciente en las obligaciones financieras. Las proyecciones realizadas consideran la colocación de una Cuarta Emisión de Obligaciones en 2022, periodo de vencimiento de la presente Emisión, en línea con el comportamiento histórico de la compañía en el Mercado de Valores. De igual manera, se prevé que la colocación del Primer Programa de Papel Comercial permitirá cancelar saldos pendientes a los proveedores, por lo cual las cuentas por pagar comerciales se proyectan a la baja al cierre de 2020.

PREMISAS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	CRITERIO
	Actual	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	
Ingresos de actividades ordinarias	5.457	6.270	6.618	6.487	-20%	5%	10%	
Costo de ventas y producción	71%	71%	71%	71%	73%	72%	72%	Porcentaje sobre ventas
Gasto de Ventas	-14%	-13%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	Porcentaje sobre ventas
Cuentas por Cobrar (CP)	25%	22%	20%	24%	29%	26%	26%	Porcentaje sobre ventas
Cuentas por Cobrar (LP)	12%	9%	9%	8%	10%	10%	9%	Porcentaje sobre ventas
Provisiones	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	Porcentaje sobre C x C
Inventarios	48%	49%	50%	44%	68%	53%	53%	Porcentaje sobre Costo Ventas
Cuentas por Pagar (CP)	15%	20%	15%	21%	22%	20%	20%	Porcentaje sobre Costo Ventas
Cuentas por Pagar (LP)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Porcentaje sobre Costo Ventas

Tabla 25: Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).

Fuente: CENTURIOSA 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	Tipo	2017	2018	2019	2020	2021	2022
		Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	L	2,82	3,01	2,67	2,05	2,03	3,14
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	L	0,52	0,55	0,62	0,78	0,84	0,51
Pasivos Totales / Activos Totales	S	0,52	0,44	0,45	0,48	0,44	0,48
Deuda Financiera / Pasivos Totales	S	0,61	0,55	0,40	0,51	0,42	0,50
Deuda LP / Activos Totales	S	0,21	0,16	0,10	0,04	-	0,17
EBITDA / Gastos Financieros	S	3,20	3,06	3,55	3,11	3,24	2,72
Utilidad Operacional / Ventas	R	0,06	0,05	0,05	0,02	0,03	0,04
Margen Bruto / Ventas	R	0,29	0,29	0,29	0,27	0,28	0,28
Utilidad Neta / Patrimonio	R	0,05	0,04	0,02	0,00	0,01	0,01

Tabla 26: Índices financieros reales y proyectados.

Fuente: CENTURIOSA S.A.; Elaboración: GlobalRatings

LIQUIDEZ

CENTURIOSA S.A. mantuvo un índice de liquidez superior a la unidad durante todo el periodo analizado, incluso durante situaciones de estrés como las condiciones actuales de mercado, impulsado por el volumen elevado de inventarios y por las cuentas por cobrar comerciales, que históricamente se concentraron en plazos vigentes y mantuvieron un alto grado de recuperabilidad. Es importante resaltar que, durante el periodo analizado, con excepción de mayo de 2020, el plazo promedio de recuperación de cuentas por cobrar fue superior al plazo promedio de pago a proveedores, lo que constituye una presión sobre la liquidez y sobre los flujos de la compañía. Para mayo de 2020, la compañía registró un índice de liquidez de 2,40, que constituye una disminución frente a diciembre de 2019 en función del incremento en cuentas por pagar comerciales y relacionadas, así como en las obligaciones financieras de corto plazo. Si bien la colocación del Papel Comercial impulsará al alza el pasivo de corto plazo, se estima que el índice de liquidez se ubicará en niveles superiores a 2,00 entre 2020 y 2020, para incrementar posteriormente en función del vencimiento del Papel Comercial y la colocación de una Cuarta Emisión de Obligaciones que se concentrará en el largo plazo. Lo anterior evidencia que la compañía cuenta con una capacidad adecuada de cubrir sus obligaciones financieras y no financieras de corto plazo.

Durante el periodo analizado, el pasivo se concentró en el corto plazo, con una participación creciente entre 2017 y 2019 en función de la amortización de la presente Emisión de Obligaciones, que redujo el pasivo de largo plazo, y del mayor financiamiento mediante recursos de proveedores. Para mayo de 2020, el pasivo corriente representó el 64,05% del pasivo total, porcentaje máximo reflejado durante el periodo de análisis. Las proyecciones del Estado de Situación Financiera revelan que esta participación incrementará significativamente al cierre de 2020 en función de la colocación del Primer Programa de Papel Comercial, que se concentrará en el corto plazo, y que disminuirá para 2022 en función del vencimiento de dicho programa y de la reestructuración de las obligaciones con el Mercado de Valores. Si bien la estructura del activo se concentra también en el corto plazo, la menor recuperabilidad de la cartera proyectada para 2020 podría generar una presión elevada sobre los flujos que podrían requerir de fuentes alternativas de financiamiento.

ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Los índices seleccionados demuestran que la compañía se encuentra bien capitalizada. La participación del pasivo sobre el activo total se redujo de 52% en 2017 a 45% en 2019 y se ubicó en 50% para mayo de 2020, lo que señala que existe una autonomía financiera y que la compañía mantiene 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 participación de la deuda financiera dentro del total de pasivos de la compañía se redujo entre 2017 y 2019, en función de la amortización de las Obligaciones en el Mercado de Valores, así como de la menor utilización de recursos de entidades financieras. De esta manera, la deuda con costo pasó de representar el 61% del pasivo total en 2017 a representar el 40% del pasivo total al término de 2019. Para mayo de 2020 la adquisición de obligaciones financieras provenientes de terceros incrementó este porcentaje a 41%. Se proyecta un aumento en la participación de la deuda financiera al término de 2020 en función de la colocación del Programa de Papel Comercial en el Mercado de Valores, pero que disminuirá para 2021 en función de la amortización de la Tercera Emisión de Obligaciones.

Durante el periodo histórico analizado, el EBITDA de la compañía presentó un comportamiento creciente en respuesta a la generación operativa, así como a los mayores gastos de depreciación y amortización registrados durante el periodo. La amortización registrada durante 2019 afrontó un incremento particular en función de los derechos de usos registrados, que impulsaron al alza el EBITDA al cierre del año. No obstante, para mayo de 2020 la caída en los resultados operativos deterioró la generación de EBITDA a USD 18 mil (frente a USD 203 mil en mayo de 2019). Durante el periodo histórico analizado, el EBITDA presentó una cobertura adecuada sobre los gastos financieros. La disminución en las obligaciones financieras y su consecuente impacto sobre los gastos financieros, frente al incremento en el EBITDA, permitió incrementar esta cobertura de 3,20 veces en 2017 a 3,55 veces en 2019. A pesar del deterioro en los niveles de EBITDA para mayo de 2020, la cobertura se mantuvo en niveles superiores a la unidad, alcanzando las 2,72 veces.

RENTABILIDAD

Durante el periodo comprendido entre 2016 y 2019, CENTURIOSA S.A. se caracterizó por presentar resultados consistentemente positivos, situación que se revirtió para mayo de 2020 ante la emergencia sanitaria y su efecto sobre la demanda interna. El margen bruto de la compañía se mantuvo estable durante el periodo analizado, en niveles de 29%, evidenciando que el costo de la mercadería se ajusta al comportamiento del negocio y se ha mantenido durante todo el periodo. Las proyecciones bajo un escenario estresado suponen un incremento en la participación del costo de ventas al cierre de 2020 en función de costos asociados a la disrupción de cadenas de suministro internacionales en el proceso de importación de la mercadería, lo cual disminuirá el nivel del margen bruto a 27% al cierre del año.

El margen operacional revela que entre 2016 y 2019 la compañía fue eficiente para generar ganancias a partir de sus operaciones ordinarias. El crecimiento de la estructura operacional redujo el margen operacional de 6% en 2017 a 5% en 2018, porcentaje que se mantuvo para el cierre de 2019. No obstante, el deterioro en los niveles de actividad para mayo de 2020 resultó en un margen operacional negativo al cierre del periodo. Esto sugiere que la estructura de gastos fijos no puede ser absorbida por los niveles actuales de ingresos, por lo que la compañía deberá ajustar su estructura operativa durante el segundo semestre para reducir su peso relativo sobre las ventas. Se estima que para el cierre de 2020 la compañía revertirá los resultados a nivel operativo, pero que la utilidad operativa será inferior a la registrada en años anteriores, por lo que el margen bruto disminuirá en comparación con años anteriores.

El rendimiento sobre el patrimonio mantuvo valores positivos entre 2016 y 2019 que registraron un comportamiento decreciente en función de la caída en la utilidad neta y el crecimiento del patrimonio. Para mayo de 2020 la pérdida neta registrada generó un retorno negativo sobre el patrimonio (-3,71%), que se prevé se revertirá al cierre de 2020 pero que se mantendrá en niveles inferiores a los registrados históricamente incluso para 2022.

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	MARZO 2019	MARZO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Obligaciones con entidades financieras CP	43	78	95	106	100	-	87	189
Obligaciones emitidas CP	715	495	431	1.312	1.129	500	455	446
Obligaciones con entidades financieras LP	-	-	106	100	-	-	185	350
Obligaciones emitidas LP	1.527	1.031	601	209	-	1.250	924	493
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.136	389	603	509	590	795	496	429
Activos financieros disponibles para la venta	-	-	-	-	-	-	-	-
	1.150	1.216	629	1.218	638	955	1.155	1.049

Tabla 27: Evolución deuda neta (miles USD).

Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Los valores de deuda neta, es decir, los valores de la deuda con costo a los que se resta el efectivo y equivalentes del efectivo presentaron un comportamiento decreciente al término de 2019, en función de la amortización de la Tercera Emisión de Obligaciones, así como de una recuperación en los saldos de efectivo al cierre del año. No obstante, se evidencia un incremento significativo en la deuda neta para mayo de 2020, producto de la adquisición de obligaciones financieras de largo plazo, así como un mayor saldo por pagar a tarjetas de crédito, lo que le ha permitido a la compañía financiar las operaciones frente a la afectación de la crisis sobre las ventas. La colocación del Primer Programa de Papel Comercial durante el segundo trimestre de 2020 impulsará al alza el endeudamiento de corto plazo con el Mercado de Valores, e incrementará la deuda neta al cierre del año, impulsando al alza los días de pago con EBITDA. Esta condición podría requerir de fuentes alternativas de financiamiento y de la refinanciación de la deuda ya existente, considerando su concentración en el corto plazo que podría generar una presión en los flujos de periodos posteriores.

SERVICIO DE LA DEUDA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	MARZO 2019	MARZO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Obligaciones con entidades financieras CP	568	43	78	95	106	100	78	95
Obligaciones emitidas CP	360	715	495	431	1.312	1.129	495	431
(-) Gastos financieros	172	175	158	115	129	170	144	117
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.136	389	603	509	590	795	496	429
	(36)	545	128	131	957	604	222	213

Tabla 28: Evolución del servicio de la deuda (miles USD).

Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

El servicio de la deuda consiste en los pagos que deben hacerse en el año por concepto de amortizaciones de deudas financieras, junto con el gasto financiero asociado. Al cierre de 2017, los recursos propios de la compañía superaron al servicio de la deuda del año, cancelando de esta manera todos los pasivos con costo al cierre del periodo. Para 2018 la colocación de la Tercera Emisión de Obligaciones generó pagos de capital e intereses más altos, incrementando el servicio de la deuda a un monto de USD 545 mil, el máximo durante el periodo analizado. La generación operativa de la compañía cubrió en 98% al servicio de la deuda durante 2018, lo que sugiere que la compañía requirió de una renovación marginal de obligaciones corrientes para cubrir el saldo restante. Al cierre de 2019, la amortización de las obligaciones emitidas en el Mercado de Valores y el incremento en los saldos de caja y bancos repercutieron en una disminución del servicio de la deuda, alcanzando los USD 128 mil. Este monto fue cubierto en 4,38 veces mediante la generación operativa de la compañía, que incluye la utilidad operativa más las depreciaciones y amortizaciones, resaltando la solvencia de la compañía para pagar a sus acreedores. El servicio de la deuda al cierre de 2020 mantendrá niveles similares a los de 2019; no obstante, el deterioro en los resultados operativos reducirá la cobertura del servicio de la deuda a 2,72 veces, que de la misma manera demuestra que la compañía estará en capacidad de hacer frente a sus obligaciones mediante recursos propios. No obstante, para 2021 se proyecta un incremento del servicio de la deuda en función del vencimiento de la primera colocación del Programa de Papel Comercial, deteriorando la cobertura del servicio de la deuda a 0,44 veces. En este sentido, la compañía deberá incurrir en operaciones de renovación de la deuda, posiblemente mediante la revolvencia del Primer Programa de Papel Comercial, para hacer frente a esta situación. De la misma manera, al cierre de 2022 la colocación de una Cuarta Emisión de Obligaciones le permitirá a la compañía reestructurar las obligaciones y hacer frente a los vencimientos de corto plazo de las obligaciones.

INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	MARZO 2019	MARZO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Deuda Neta	1.150	1.216	629	1.218	638	955	1.155	1.049
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	(105)	31	670	(554)	744	(167)	46	(324)
Necesidad Operativa de Fondos	2.679	3.004	2.651	3.267	2.711	3.004	3.147	2.452
Años de Pago con EBITDA (APE)	2,1	2,3	1,1	3,4	1,5	2,1	2,4	24,1
Años de Pago con FLE (APF)	-	39,4	0,9	-	0,9	-	25,1	-
Servicio de Deuda (SD)	-	545	128	131	957	604	222	213
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	-	0,98	4,38	2,72	0,44	0,77	0,92	-

Tabla 29: Evolución de indicadores.

Fuente: CENTURIOSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Al cierre de 2019 se evidenció una mejora significativa en la generación de flujo operativo, en función del menor aprovisionamiento de inventarios que requirió de una menor salida de efectivo, y del incremento en las cuentas por pagar a proveedores y de los anticipos de clientes, lo que permitió financiar la compra de mercadería e importaciones al cierre del periodo. No obstante, para mayo de 2020 se evidencia una generación negativa de flujo operacional, producto de la pérdida registrada durante el periodo, junto con la mayor compra de mercadería en tránsito, que se prevé mantendrá niveles de rotación inferiores a los de años anteriores, incrementando el stock de inventarios al cierre del año. Consecuentemente, se estima que el flujo operativo se mantendrá en valores negativos al cierre del año, deteriorando el pago de la deuda mediante recursos operativos. Esta situación se revertirá para 2021 en el grado en que la actividad de negocio se recupere y permite normalizar la recuperabilidad de la cartera comercial y los niveles de rotación de los productos en stock. Se proyecta un flujo de inversión negativo durante el periodo de vigencia de la Emisión en función de la compra de activos fijos para reforzar la estrategia comercial de la compañía. Para financiar el deterioro en el flujo operacional, así como la compra de activos fijos, la compañía requerirá de financiamiento externo, proveniente principalmente mediante recursos del Mercado de Valores, por lo que el flujo de efectivo de actividades de financiamiento se proyecta al alza al cierre de 2019, con una disminución para 2021 en función de la amortización de la Tercera Emisión de Obligaciones y el pago de deuda bancaria.

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 Tercera Emisión de Obligaciones CENTURIOSA 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	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	MAYO 2019	MAYO 2020
	Actual	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
ACTIVO	5.985	7.213	6.543	6.751	7.131	6.643	7.262	6.935	7.237
ACTIVO CORRIENTE	4.079	5.488	4.820	5.047	5.459	4.960	5.557	5.324	5.530
Efectivo y equivalentes al efectivo	554	1.136	389	603	509	590	795	496	429
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	1.361	1.387	1.344	1.561	1.524	1.417	1.558	1.805	1.515
Inventarios	1.852	2.191	2.375	2.052	2.576	2.079	2.287	2.355	2.037
Mercaderías en tránsito	105	405	342	431	431	474	521	237	1.150
ACTIVO NO CORRIENTE	1.907	1.725	1.723	1.703	1.672	1.684	1.705	1.611	1.707
Propiedades, planta y equipo	686	599	553	484	468	498	527	544	517
Propiedad de inversión	103	285	267	255	241	227	212	264	249
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados LP	678	574	574	538	538	534	539	566	538
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados LP	240	-	75	6	6	6	6	-	-
PASIVO	2.537	3.724	2.907	3.048	3.419	2.892	3.467	3.196	3.591
PASIVO CORRIENTE	1.762	1.945	1.601	1.892	2.662	2.443	1.769	1.798	2.300
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	582	899	715	962	833	785	842	1.012	1.099
Obligaciones con entidades financieras CP	568	43	78	95	106	100	-	87	189
Obligaciones emitidas CP	360	715	495	431	1.312	1.129	500	455	446
Anticipo de clientes CP	21	26	25	68	68	68	68	30	324
PASIVO NO CORRIENTE	775	1.779	1.306	1.156	757	449	1.699	1.398	1.291
Obligaciones con entidades financieras LP	183	-	-	106	100	-	-	185	350
Obligaciones emitidas LP	350	1.527	1.031	601	209	-	1.250	924	493
Provisiones por beneficios a empleados LP	242	252	275	309	309	309	309	289	308
Pasivos por arrendamientos no corrientes	-	-	-	139	139	139	139	-	139
PATRIMONIO NETO	3.449	3.489	3.636	3.703	3.712	3.752	3.795	3.739	3.647
Capital suscrito o asignado	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Reserva legal	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Ganancias o pérdidas acumuladas	3.188	3.169	3.327	3.475	3.553	3.562	3.602	3.486	3.553
Ganancia o pérdida neta del periodo	111	170	158	78	9	40	43	103	(56)

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	MAYO 2019	MAYO 2020
	Actual	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	5.457	6.270	6.618	6.487	5.190	5.449	5.994	2.774	1.727
Costo de ventas y producción	3.857	4.459	4.716	4.612	3.788	3.923	4.316	1.964	1.227
Margen bruto	1.599	1.811	1.902	1.875	1.401	1.526	1.678	810	500
(-) Gastos de administración	(708)	(655)	(653)	(664)	(571)	(599)	(629)	(278)	(246)
(-) Gastos de ventas	(781)	(784)	(895)	(902)	(727)	(763)	(839)	(379)	(283)
Utilidad operativa	111	371	355	308	103	164	210	154	(29)
(-) Gastos financieros	(142)	(172)	(175)	(158)	(115)	(129)	(170)	(60)	(49)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	218	67	93	25	25	25	25	10	22
Utilidad antes de participación e impuestos	187	267	273	175	14	60	65	103	(56)
(-) Participación trabajadores	(28)	(40)	(41)	(26)	(2)	(9)	(10)	-	-
Utilidad antes de impuestos	159	227	232	148	11	51	55	103	(56)
(-) Gasto por impuesto a la renta	(49)	(57)	(74)	(70)	(3)	(11)	(12)	-	-
Utilidad neta	111	170	158	78	9	40	43	103	(56)
EBITDA	270	550	536	561	357	417	463	203	18

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	MAYO 2019	MAYO 2020
	Actual	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Flujo Actividades de Operación	417	(105)	31	670	(554)	744	(167)	46	(324)
Flujo Actividades de Inversión	(17)	(22)	(59)	(38)	(88)	(134)	(134)	(31)	(68)
Flujo Actividades de Financiamiento	(486)	709	(719)	(418)	547	(528)	507	92	218
Saldo Inicial de Efectivo	640	554	1.136	389	603	509	590	389	603
Flujo del período	(86)	581	(747)	215	(95)	81	205	107	(174)
Saldo Final de efectivo	554	1.136	389	603	509	590	795	496	429

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.