# **GLOBAL RATINGS**

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A

Resumen Calificación Segunda Emisión de Obligaciones (Estados Financieros diciembre 2018)

# CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.

Calificación

Mariana Ávila

Gerente de Análisis

**Hernán López** Gerente General

mavila@globalratings.com.ec

hlopez@globalratings.com.ec

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Segunda Emisión de Obligaciones	AAA		Revisión	Calificación de Obligaciones

# Definición de categoría

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada 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.

# Fundamentos de Calificación

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. en comité No. 038-2019, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el 14 de febrero de 2019; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2015, 2016 y 2017, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con diciembre 2018 como fecha de corte, califica en Categoría AAA, a la Segunda Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. (Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.2017.00020606 del 15 de septiembre de 2017).

La calificación se sustenta en el prestigio y trayectoria del Emisor que le ha permitido mantenerse como referente en su segmento. Los principales puntos tomados en cuenta para la calificación fueron los siguientes:

- El sector comercial tuvo una recuperación durante el año 2017, luego de la recesión económica vista en el 2016. Para el año 2018 el sector creció gracias al aumento del consumo general y para los próximos años se tienen buenas expectativas de crecimiento. Asimismo, dentro del sector, el Emisor es una de las principales cadenas comerciales de electrodomésticos manteniendo una buena participación de mercado.
- El Emisor cuenta con 19 años de experiencia en el mercado dedicado a la comercialización y venta de bienes y productos relacionados con electrodomésticos, motos y computadoras, ofreciendo crédito y financiamiento directo

- a sus clientes, lo que le ha permitido mantener un buen posicionamiento de mercado.
- La compañía cuenta con: Gobierno Corporativo debidamente estructurado y en funcionamiento, un Directorio bien organizado que garantiza el cumplimiento de las estrategias y la respectiva revisión de los resultados para tomar las medidas correctivas si fuera del caso y evaluar posibles cambios. Además, cuenta con una estructura organizacional bien definida que le permite gestionar de manera adecuada los elementos estratégicos, administrativos y financieros de su giro de negocio.
- La compañía reestructuró su plan estratégico, evidenciando resultados positivos que le han permitido crecer de forma sostenida hasta diciembre de 2018. Para este año, mantiene la expectativa de continuar con esta tendencia creciente producto del incremento de los puntos de venta, implementando ventas efectivas y comercializando productos con mayor margen.
- La compañía cuenta con un adecuado manejo de su cartera lo que constituye uno de los factores más importantes del negocio. Además, tiene creada una provisión que cubre la mayor parte de los montos de cartera vencida y un proceso bien estructurado y definido de recuperación de cartera.
- Las garantías que respaldan la emisión se han cumplido cabalmente, generando una cobertura adecuada sobre

límites preestablecidos y provisionando semanalmente los montos establecidos en el Fideicomiso de Flujos para garantizar el pago de los inversionistas. La compañía ha cumplido con las obligaciones puntualmente sin presentar retrasos en los pagos de las obligaciones emitidas.

- El análisis de las proyecciones, en un escenario conservador, evidencia un adecuado cumplimiento de éstas y da como resultado un flujo positivo al término del año 2022 demostrando recursos suficientes para cumplir
- adecuadamente con las obligaciones emanadas en la presente emisión y con sus demás compromisos financieros.
- Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. presenta una excelente capacidad de pago que se mantendrá en el tiempo a través del crecimiento constante y sostenido que ha mantenido la compañía desde el año 2015, a través de la implementación de su plan estratégico.

# Objetivo del Informe y Metodología

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Segunda Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. como empresa dedicada a la comercialización y venta de bienes y productos relacionados con electrodomésticos, motos y computadoras; 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.

Global Ratings 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 Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. respecto a éstas, ha sido fruto de un análisis realizado mediante un set de parámetros que cubren: sector y posición que ocupa la empresa, administración de la empresa, características financieras de la empresa y garantías y resguardos que respaldan la emisión.

Conforme el Artículo 12, 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 ponderación máxima en todos los aspectos que se analicen tiene que ver con 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. Los demás aspectos tales como sector y posición de la empresa calificada en la industria, administración, situación financiera y el cumplimiento de garantías y resguardos se ponderan de acuerdo con la importancia relativa que ellas tengan al momento de poder cumplir con la cancelación efectiva de las obligaciones.

De acuerdo con el Artículo 14, 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.

Global Ratings 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, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa.

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.

La información que sustenta el presente informe es:

- Entorno macroeconómico del Ecuador.
- Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Información cualitativa proporcionada por el Emisor.
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Estructura del Emisor. (perfil de la empresa, estructura administrativa, proceso operativo, líneas de productos, etc.).
- Prospecto de Oferta Pública de la Emisión.
- Escritura Pública de la Emisión.
- Estados Financieros Auditados 2015 2017, con sus respectivas notas.

- Estados Financieros no auditados con corte de máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza.
- Detalle de activos y pasivos corrientes del último semestre.
- Depreciación y amortización anual del periodo 2015 2017.
- Depreciación y amortización hasta el mes al que se realiza el análisis.
- Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
- Proyecciones Financieras.
- Reseñas de la compañía.
- Otros documentos que la compañía consideró relevantes

Con base a la información antes descrita, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. analiza lo descrito en el Artículo 19, 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:

 El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y

- condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.
- Consideraciones sobre los riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

# **Emisor**

- La compañía se constituyó en la ciudad de Cuenca el 7 de enero del año 2000 con la razón social de Impocomjaher Cía. Ltda. y fue inscrita en el Registro Mercantil el 28 de enero del mismo año.
- La compañía se dedica a la comercialización y venta al por mayor y menor de bienes relacionados con electrodomésticos, motos y computadoras, ofreciendo crédito y financiamiento directo a sus clientes. Entre las principales líneas de negocio destacan: línea blanca, línea automotriz, línea café, línea de computadores y celulares.
- A la fecha del presente informe, la empresa cuenta con un personal altamente capacitado, con amplia experiencia, que cumple con las competencias necesaria para ejecutar sus funciones y sigue los principios y lineamientos planteados por la empresa. El personal de la compañía está dividido en diferentes áreas principalmente en: administración, ventas y logística.
- CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. mantiene un Directorio que se reúne trimestralmente con la finalidad de revisar los resultados alcanzados y de dar su opinión

- sobre las políticas de la compañía. Además tiene facultades consultivas, de asesoramiento, evaluación y control.
- Cuentan con un Gobierno Corporativo bien estructurado y definido, con objetivos establecidos con los que cumplir como: asegurar el buen manejo de la administración; proteger el derecho de inversionistas y grupos de interés; captar capitales buscando siempre el trato igualitario y la protección de los derechos para todos los accionistas; transparentar la información y comunicación informática de la compañía y definir las responsabilidades del Directorio.
- La compañía cuenta con un departamento de auditoria interna como parte de la implementación de su sistema de Control Interno que hace una revisión exhaustiva de los procesos y del cumplimiento de las normas establecidas.
- La compañía cuenta con dos canales de venta: (a) ventas al detalle que representan el 88,25% de los ingresos y (b) ventas al por mayor que representan el 11,75% restante.

- CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. realiza la mayoría de sus ventas a crédito ofreciendo crédito directo a sus clientes de hasta 24 meses. El pago a sus proveedores lo efectúan de acuerdo con los plazos negociados independientemente con cada uno de ellos, los mismos que oscilan entre 30 y 120 días.
- Del año 2015 al 2018, las ventas mostraron un comportamiento creciente. En el 2015 se registraron ventas por un monto de USD 53,18 millones y para el 2018 las aumentaron hasta alcanzar un valor de USD 75,78 millones. El incremento en ventas se atribuye a la estrategia de ventas agresiva que consistió en: (a) la apertura de puntos de ventas para ganar presencia de mercado y cercanía con el cliente, (b) promociones y ventas agresivas en fechas especiales como Navidad y Viernes Negro y (c) aumento de ventas de productos con mayor demanda en el mercado y con mayor margen de ganancia como las motocicletas y productos de línea blanca.
- El costo de ventas del Emisor, al ser una empresa netamente comercial, sigue el mismo comportamiento de las ventas y fluctúa de acuerdo con éstas. Cabe recalcar que el costo de ventas fue optimizándose año tras año, ya que, para el 2015 la participación del costo de ventas sobre las ventas fue de 62,77% y para el 2018 este porcentaje fue de 56,09% lo que evidencia la estrategia de comercialización de productos con mayor margen de ganancia.
- El margen bruto de la compañía ha presentado una mayor participación sobre las ventas año tras año producto de la optimización del costo de ventas mencionada anteriormente pasando de un porcentaje de 37,23% en el 2015 a 43,91% en el 2018.
- La utilidad operativa de la compañía mantuvo una participación sobre las ventas de alrededor del 6,00% históricamente, con gastos administrativos estables. Sin embargo, para los año 2017 y 2018, los gastos de ventas crecen 41,23% y 27,75% respectivamente producto de la estrategia agresiva en ventas que llevó al incremento de gastos de: publicidad, marketing, comisiones, sueldos, etc. A pesar de este incremento de gastos, la utilidad operativa creció constantemente gracias a las mejores ventas registradas.
- La utilidad neta creció en USD 1,46 millones para el cierre del año 2016 frente al 2015 producto del ingreso generado por la venta de activos fijos, evidentemente este impacto se produce extraordinariamente para ese año. En el 2017 2017, la utilidad neta retomó su comportamiento normal.
- Para el año 2018, la utilidad neta alcanzó un monto de USD 3,21 millones sin aún contabilizar la participación de trabajadores ni el gasto por impuesto a la renta. Incrementando en 19,38% frente al año anterior, se

- espera que al liquidar el balance el nivel de utilidad neta de diciembre 2018 presente crecimiento.
- Los activos totales de la compañía mostraron una tendencia creciente del año 2015 al 2018, con un monto de USD 52,53 millones en el 2015 y de USD 81,23 millones en el 2018. Este crecimiento se atribuye principalmente al incremento de los activos corrientes. Para el 2018, los activos totales estaban compuestos en 85,20% por activos corrientes y en 14,80% por activos no corrientes.
- Los activos corrientes crecieron constantemente del año 2015 al 2018 principalmente por el aumento de las cuentas por cobrar y los inventarios influenciados por el comportamiento de las ventas. Para el año 2016, los activos corrientes crecieron 16,91% frente al 2015. En el 2017, los activos corrientes crecieron 9,66% frente al 2016. Y para el 2018, crecieron 30,40% frente al año anterior. En el 2018, cuentas por cobrar comerciales y los inventarios fueron sus principales cuentas.
- Los activos no corrientes se mantuvieron estables desde el 2015 con una variación promedio de 7,23%. Para el cierre del año 2016, los activos no corrientes se redujeron en 6,59% frente al 2015 y para el 2017 se incrementaron 4,97% frente al año anterior. Para el 2018 hubo un crecimiento de 10,13% frente el año anterior. El comportamiento de los activos no corrientes es influenciado en su mayoría por la cuenta de propiedad, planta y equipo debido a que es la principal cuenta de ellos y las fluctuaciones mencionadas son influenciadas por la depreciación y por la apertura de nuevos puntos de venta de la compañía.
- Los pasivos totales de la compañía presentaron un comportamiento creciente desde el año 2015 pasando de un monto total de USD 36,91 millones en el 2015, a uno de USD 60,99 millones al 2018. Los pasivos totales estuvieron compuestos en 77,80% por pasivos corrientes y en 22,20% por pasivos no corrientes. La compañía demuestra una mayor financiación a largo plazo, ya que, en el 2015 los pasivos corrientes representaron el 94,38% del total de pasivos.
- Los pasivos corrientes tuvieron fluctuaciones desde el año 2015 influenciados por el comportamiento de las cuentas de obligaciones financieras y cuentas por pagar comerciales que fueron cambiantes. Para el 2016, los pasivos corrientes variaron positivamente en 4,22% frente al 2015, en el 2017 decrecieron en 10,11% frente al 2016 y para el 2018 crecieron 45,40% frente al año anterior. Las principales cuentas que compusieron a los pasivos corrientes en el año 2018 fueron: las cuentas por pagar comerciales, los intereses diferidos, las obligaciones financieras y la cuenta de emisión de obligaciones. Las variaciones mencionadas han sido influenciadas por la

- variación de estas cuentas que fluctúan de acuerdo con la necesidad de financiamiento de cada año.
- Los pasivos no corrientes de la compañía tuvieron un crecimiento constante del año 2015 al 2017, pasando por un monto de USD 2,07 millones en el 2015 a uno de USD 14,33 millones en el 2017. Para el 2018, los pasivos no corrientes se redujeron en USD 792 mil producto de la cancelación de las obligaciones. Las principales cuentas de los pasivos no corrientes fueron la emisión de obligaciones y las obligaciones financieras, que son las principales cuentas responsables de las variaciones mencionadas, que fluctuaron de acuerdo con la necesidad de financiamiento de largo plazo de la compañía.
- El patrimonio de la compañía tuvo una tendencia creciente desde el año 2015. Pasando por un monto de USD 15,61 millones en el 2015 a uno de USD 20,23 millones en el 2018. Cabe recalcar que el capital social de la compañía se mantuvo inalterado en los cuatro años analizados manteniendo un valor de USD 11,06 millones.
- El patrimonio estuvo compuesto en el año 2018 por: capital social (54,66%), reserva facultativa (19,84%),

- resultado del ejercicio (15,89%), resultados acumulados (5,50%) y reserva lega (4,11%). El incremento del patrimonio fue producto del crecimiento de los resultados del ejercicio en USD 1,95 millones y del incremento de la reserva facultativa en USD 1,22 millones frente al año anterior.
- El capital de trabajo fue siempre positivo en el periodo analizado, alcanzado los USD 20,43 millones al cierre del periodo fiscal 2017 y un índice de liquidez de 1,63. Para diciembre 2018 el escenario es similar presentando un capital de trabajo de USD 21,75 millones y un índice de liquidez de 1,46 evidenciando la liquidez suficiente para cubrir las obligaciones financieras y no financieras.
- La rentabilidad sobre los activos y patrimonio presentó un crecimiento constante año tras año producto de la optimización de la utilidad neta. Al cierre de diciembre 2018 estos indicadores presentaron valores positivos, mayores que en periodos anteriores, alcanzado un ROE del 15,90% y un ROA del 3,96% producto de mejores resultados netos.

# **Instrumento**

- Con fecha 01 de junio de 2017, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Socios de CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. y autorizó la Segunda Emisión de Obligaciones por un monto de USD 15.000.000 dividido en tres clases de USD 5.000.000 cada una.
- Mediante Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.2017.00020606, expedida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 15 de septiembre de 2017, se aprobó la Emisión y el contenido del prospecto autorizando la oferta pública de las obligaciones de largo plazo.
- Desde el 27 de septiembre de 2017 hasta el 23 de octubre de 2017 se colocó la totalidad de la Segunda Emisión de Obligaciones CORPROACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. motivo por el cual se procedió con las provisiones en el Fideicomiso para el pago de los obligacionista a realizarse en el primer pago de diciembre de 2017.

Según el siguiente detalle:

SERIE O CLASE	Α	В	С
Monto	USD 5.000.000	USD 5.000.000	USD 5.000.000
Plazo	1.800 días	1.400 días	1.080 días
Tasa interés	8,50%	8,25%	8,00%
Valor nominal	USD 1.000	USD 1.000	USD 1.000
Pago intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago capital	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Periodo de gracia	0	2	2

La emisión está respaldada por una garantía general y amparada por los siguientes resguardos:

GARANTÍAS Y RESGUARDOS	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.	Mantiene semestralmente un indicador promedio de liquidez de 1,55 a partir de la autorización de la oferta pública.	CUMPLE
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte diciembre de 2018, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/ pasivos de 1,31.	CUMPLE
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora	No hay obligaciones en mora.	CUMPLE
Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo	Al 31 de diciembre de 2018, presentó un monto de activos menos deducciones de USD 48,87 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 39,09	CUMPLE

GARANTIAS Y RESGUARDOS	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
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.	millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.	
RESGUARDOS ADICIONALES	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Se establece que las obligaciones a remitirse estarán	La compañía provisionó para el pago de diciembre de 2018 el	CUMPLE

RESGUARDOS	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
ADICIONALES		
resguardadas por el FIDEICOMISO FLUJOS OBLIGACIONISTAS JAHER constituido mediante escritura pública celebrada el 5 de noviembre del 2015, y que se	monto de USD 1.360.398,84 y se encuentra provisionando para el pago de marzo 2019. A la fecha del presente informe se mantiene provisionado un monto	
encuentra bajo la representación legal y administración de la fiduciaria HEIMDALTRUST ADMINISTRADORA DE FONDOS Y	de USD 660.311,58.	
FIDEICOMISOS S.A.		

# Riesgos previsibles en el futuro

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 19, 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., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio que permite mitigar este 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 ventas a personas naturales y personas jurídicas privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones de venta pactadas.

- Las regulaciones comerciales, como los cupos o las normas INEN al momento de realizar la importación de los diferentes productos, presentan una barrera pudiendo afectar la venta de los distintos productos. CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. mitiga este riesgo realizando directamente los trámites de nacionalización para evitar retrasos y complicaciones en la aduana.
- Alrededor del 88% de las ventas de CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. son realizadas a crédito, pudiendo incurrir en un incumplimiento en los cobros y, por lo tanto, inconvenientes en la generación de caja. Con la finalidad de reducir el riesgo y tener una mayor diversificación, la compañía cuenta con adecuadas políticas de crédito y con un análisis detallado del cliente. Asimismo, cuenta con un estricto proceso de cobranza a través del que se garantiza un bajo porcentaje de incobrabilidad.
- Existe riesgo laboral debido al alto número de empleados que tiene la compañía. Este riesgo se mitiga con las políticas laborales de la compañía basadas en entrenamiento y cercanía con el personal, que se ajustan a la normativa laboral vigente.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 19, 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., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son principalmente: inventarios, cuentas por cobrar y propiedad, planta y equipo. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados, por su naturaleza y tipo. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios pueden verse afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con varias póliza de seguros que mantienen sobre: (a) propiedad, planta y equipo que ofrecen cobertura de USD 21,03 millones para casos de: incendio, robo, asalto, pérdida, daño, entre otros y (b) póliza sobre inventarios que ofrecen cobertura de USD 23,00 millones para casos de: daños, movilización, transporte, sabotaje, motín, huelga, etc. Las aseguradoras con las que mantiene estas pólizas son: Vaz Seguros S.A. y Chubb Seguros Ecuador S.A.
- Al ser el 7,40% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que éstos 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. Asimismo, la póliza de seguros, mencionada anteriormente, que ofrece una cobertura de USD 23,00 millones también mitiga el riesgo.
- 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 empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene. Adicionalmente, la compañía mitiga este riesgo a través de un análisis riguroso de los clientes a los que se les ofrece crédito y a través de un intensivo proceso de recuperación de cartera con lo que aseguran de mayor manera su cobranza.
- 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 pérdida de información.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 19, 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 CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. no se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas, por lo que no existen riesgos asociados a ellos.

El resumen precedente es un extracto del informe de la Revisión de la Calificación de Riesgo de la Segunda Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. realizado con base a la información entregada por la empresa y de la información pública disponible.

Atentamente,

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

Hernán López

Gerente General

hlopez@globalratings.com.ec

Informe Calificación Segunda Emisión de Obligaciones (Estados Financieros diciembre 2018)

# CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.

Calificación

Mariana Ávila

Gerente de Análisis

Instrumento Calificación Tendencia Acción de Calificación Metodología

Segunda Emisión de Obligaciones AAA Revisión Calificación de Obligaciones

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. en comité No. 038-2019, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el 14 de febrero de 2019; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2015, 2016 y 2017, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con

diciembre 2018 como fecha de corte, califica en Categoría AAA, a la Segunda Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. (Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.2017.00020606 del 15 de septiembre de 2017).

mavila@globalratings.com.ec

# Entorno Macroeconómico

# **ENTORNO MUNDIAL**

Las expectativas económicas globales se mantienen firmes, con un pronóstico de crecimiento mundial de 3,7% al cierre de 2018 que se mantendrá durante 2019, de acuerdo con el informe de Perspectivas Económicas Mundiales del Fondo Monetario Internacional. No obstante, el Banco Mundial revisó sus proyecciones a la baja en su informe de Prospectos Económicos Mundiales, pronosticando un crecimiento mundial de 3,0% al cierre de 2018, de 2,9% en 2019 y de 2,8% entre 2020 y 2021. Se espera una ralentización del crecimiento mundial en los próximos años, como consecuencia de una moderación en la inversión y el comercio internacional, y de presiones en los mercados financieros en economías emergentes. De igual manera, se estima un crecimiento disparejo entre países, en respuesta a la volatilidad en los precios de los commodities, a las tensiones comerciales, a las presiones de mercado sobre ciertas monedas y a la incertidumbre geopolítica internacional.

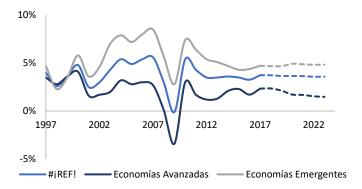


Gráfico 1: PIB Real – Variación anual porcentual.

Fuente: World Economic Outlook (oct. 2018) - Fondo Monetario Internacional

Elaboración: Global Ratings

Las economías avanzadas (principalmente la Zona Euro, EE. UU., Japón, Suiza, Suecia, Noruega y Australia), cerraron el año 2018 con un crecimiento estimado de 2,20%. Se prevé una ralentización en el crecimiento de estas economías a 1,5% para los próximos años, para alcanzar niveles previos a la crisis financiera de 2008. Estados Unidos mantiene una perspectiva de crecimiento positiva, impulsada por estímulos fiscales. No obstante, el crecimiento de las economías europeas será más bajo, dada la normalización en su política monetaria, y la volatilidad de los precios de la energía y los combustibles, lo cual disparó las expectativas de inflación y desincentivó el consumo privado.

Sin embargo, en muchas de las economías avanzadas, la inflación se mantiene por debajo de los objetivos de los Bancos Centrales, lo cual ocasiona el incremento en los tipos de interés, y por ende en los costos de endeudamiento de las economías emergentes (principalmente China, Tailandia, India, América Latina, Turquía y África Subsahariana). Al cierre de 2018, estas economías alcanzaron un crecimiento estimado de 4,2%, cifra inferior a las proyecciones previas debido a caídas en actividad y a presiones financieras en países con déficits fiscales elevados. Se espera una actividad económica sostenida en los países importadores de commodities, mientras que se pronostica un debilitamiento en el crecimiento de países exportadores de commodities.

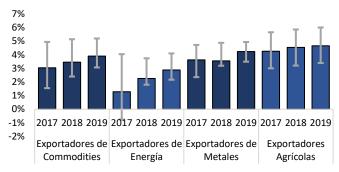
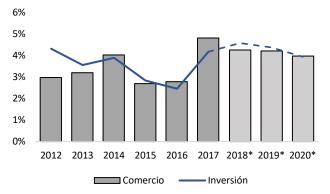


Gráfico 2: Crecimiento Económico en Países Exportadores
Fuente: Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial
Elaboración: Global Ratings

El crecimiento del comercio internacional durante los dos próximos años será moderado, a pesar del incremento en la demanda mundial interna, debido a las recientes políticas comerciales que generaron tensión entre los países avanzados y las economías emergentes. Las tarifas comerciales que se introdujeron durante 2018 afectaron a alrededor del 2,5% del comercio internacional, y el Banco Mundial estima que, si todas las tarifas y aranceles bajo consideración se implementaran, podrían disminuir el nivel de comercio internacional en alrededor de un 5,0%, afectando así a distintas cadenas de valor internacionales y deteriorando la disposición de las firmas para invertir y exportar. Por su parte, habrá una desaceleración global en el crecimiento de la inversión privada, relacionado con las presiones y disrupciones en los mercados financieros internacionales y las crecientes tasas de interés.



**Gráfico 3:** Crecimiento del volumen de comercio e inversión **Fuente:** Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial **Elaboración:** Global Ratings

En respuesta a esta tendencia, el monto total de deuda corporativa en las economías emergentes mantuvo una tendencia creciente durante la última década, alcanzó niveles similares a los de la deuda pública y presionó al alza las tasas de interés. Esta tendencia refleja la profundización de los mercados de capitales en las economías en desarrollo, pero impone un riesgo a la estabilidad de los mercados financieros y aumenta la vulnerabilidad del sector privado y bancario ante choques externos. Adicionalmente, el incremento sostenido de la deuda corporativa puede mermar la expansión de la capacidad productiva debido a la proporción significativa de las ganancias destinadas al pago de intereses, lo cual reprimiría el crecimiento económico en dichas economías.



**Gráfico 4:** Deuda Corporativa como Porcentaje del PIB y Tasa de Inversión Neta. **Fuente:** Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto a los mercados financieros internacionales, la tendencia mundial está marcada por el incremento en la tasa de fondos federales en Estados Unidos, que continuará durante 2019, y la reducción en la compra mensual de activos por parte del Banco Central Europeo y el Gobierno japonés. El rendimiento promedio de los Bonos del Tesoro Americano a 10 años para diciembre de 2018 fue de 2,83%, y la tasa al cierre de año fue de 2,70%, lo cual constituye un incremento de 30 puntos base frente a la cifra a inicio de 2018. Por su parte, el rendimiento promedio de los Bonos del Gobierno Alemán fue de 0,28% durante el mes de diciembre de 2018. Asimismo, debido a políticas en Japón y en ciertas economías europeas, alrededor de USD 7,50 billones de deuda en circulación se cotizan a tasas negativas en los mercados internacionales.

Por su parte, la tasa de interés en las economías emergentes sufrió una presión al alza en el último trimestre, en respuesta a las presiones inflacionarias y de tipo de cambio ocasionadas principalmente la apreciación del dólar durante 2018. De acuerdo con el Banco Mundial, los precios en el mercado bursátil internacional disminuyeron durante el último trimestre de 2018, lo cual refleja el deterioro en las percepciones de mercado acerca de la actividad global y las tendencias comerciales. Sectores como telecomunicaciones, servicios públicos e industria impulsaron los índices al alza, mientras que los retrocesos de los sectores petróleo y gas, tecnología y servicios al consumidor llevaron a los mercados a la baja. Para noviembre de 2018, los principales índices bursátiles alcanzaron los siguientes valores promedio:

ÍNDICE	VALOR	CAMBIO MENSUAL (%)	CAMBIO ANUAL (%)
DJIA	23.805,55	-5,75%	-3,01%
S&P 500	2.567,31	-5,73%	-3,64%
NASDAQ	6.814,29	-5,83%	-1,07%
NYSE	11.624,26	-5,84%	-8,52%
IBEX 35	8.747,82	-3,29%	-14,29%

**Tabla 1:** Cotizaciones de los principales índices del mercado bursátil **Fuente:** Yahoo Finance; **Elaboración:** Global Ratings

La nómina estadounidense no agrícola presentó un desempeño fuerte durante el mes de diciembre de 2018, con un incremento de 312.000 posiciones laborales y un aumento salarial mensual de

0,4%. Sin embargo, alrededor de 419.000 trabajadores se unieron a la fuerza laboral, por lo cual la tasa de desempleo incrementó a 3,9% al cierre de 2018. Se espera que estas perspectivas laborales, junto con el comportamiento de la tasa de interés, contribuyan con el fortalecimiento del dólar durante los próximos meses.

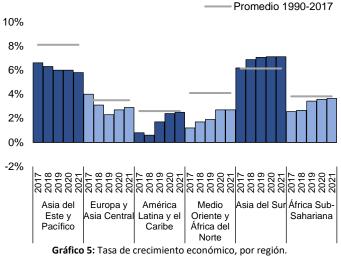
	COLOMBIA	PERÚ	CHILE	REINO	U.E.	CHINA	RUSIA	JAPÓN
	Peso	Nuevo Sol	Peso	Libra	Euro	Yuan	Rublo	Yen
Ene	2.844,95	3,22	605,80	0,71	0,80	6,32	56,31	108,68
Feb	2.857,14	3,25	590,49	0,72	0,81	6,32	56,27	107,56

	COLOMBIA	PERÚ	CHILE	REINO	U.E.	CHINA	RUSIA	JAPÓN
Mar	2.791,74	3,22	604,41	0,71	0,81	6,29	57,32	106,40
Abr	2.805,05	3,24	607,68	0,72	0,82	6,33	62,14	109,11
May	2.876,04	3,27	627,70	0,75	0,86	6,42	62,09	108,86
Jun	2.948,11	3,28	649,65	0,76	0,87	6,62	62,93	110,59
Jul	2.870,26	3,27	638.20	0,76	0,85	6,81	62,23	110,94
Ago	3.031,22	3,31	677,97	0,77	0,86	6,84	68,12	111,18
Sep	2.985,97	3,30	659,63	0,76	0,86	6,89	65,32	113,39
Oct	3.206,16	3,36	693,39	0,79	0,88	6,97	65,56	112,99
Nov	3.236,25	3,38	669,21	0,78	0,88	6,94	66,21	113,42

Tabla 2: Cotizaciones del Dólar estadounidense en el mercado internacional Fuente: Banco Central Ecuador; Elaboración: Global Ratings

# **ENTORNO REGIONAL**

De acuerdo con el informe de Global Economic Prospects del Banco Mundial, el crecimiento mundial en los próximos dos años estará impulsado por la región de Asia del Sur, seguido de Asia del Este y Pacífico, al ser regiones con un mayor número de importadores de commodities.



**Gráfico 5:** Tasa de crecimiento económico, por región. **Fuente:** Global Economic Prospects, enero 2019 – Banco Mundial **Elaboración:** Global Ratings

En Asia del Este y Pacífico, el crecimiento económico se desacelerará en 2019, principalmente por el enfriamiento de las exportaciones en China dadas las crecientes restricciones comerciales. Adicionalmente, la región se caracterizará por la existencia de economías altamente apalancadas y con necesidades de financiamiento crecientes.

La región de **Europa y Asia Central** afrontará una ralentización en su crecimiento, pasando de 3,10% en 2018 a 2,70% en 2020, debido principalmente a la actividad moderada en Turquía y en las economías de Europa Central. La actividad económica en esta región se caracterizará por el ajuste en las condiciones financieras de economías con amplios déficits externos.

En el **Medio Oriente y África del Norte**, se espera una recuperación en la actividad económica tras el recorte en la producción petrolera

y los ajustes fiscales implementados el año anterior. Los países importadores de petróleo de la región afrontan un escenario frágil, pero se beneficiarán de reformas políticas en la región. Las tensiones y conflictos geopolíticos y la volatilidad en los precios del petróleo representan una amenaza para la región.

El crecimiento económico en **Asia del Sur** estará impulsado por el fortalecimiento de la demanda interna en India, conforme se evidencien los efectos de reformas estructurales como la recapitalización bancaria. No obstante, se espera un incremento en la deuda externa y en los déficits de cuenta corriente de la región, así como una erosión de las reservas internacionales, incrementando la vulnerabilidad externa.

Se espera una recuperación en las tasas de crecimiento de la región de **África Sub-Sahariana** en los próximos dos años, pasará de 2,70% en 2018 a 3,40% en 2019, impulsada por una menor incertidumbre política y una mejora en la inversión privada en la región.

La región de **América Latina y el Caribe** alcanzó un crecimiento de 0,6% en 2018, inferior a las proyecciones, debido a la crisis monetaria y a la sequía en el sector agrícola en Argentina, a los paros de trabajadores en Brasil y a las condiciones económicas en Venezuela. La economía Latinoamericana también se vio afectada por la caída en los precios de los commodities, mientras que el incremento en los precios del petróleo impulsó el crecimiento en los países exportadores de crudo durante 2018, a pesar de la caída en los precios a finales del año.

Se espera una recuperación económica en la región durante los próximos años, alcanzando una tasa estimada de crecimiento de 1,70% en 2019 y de 2,40% en 2020, que se mantendrá por debajo del crecimiento mundial. De acuerdo con el Banco Mundial, el fortalecimiento económico en América Latina y el Caribe estará impulsado por la firmeza de las condiciones económicas en Colombia y Brasil, así como por la recuperación gradual en las condiciones económicas en Argentina, principalmente debido a la consolidación del consumo y la inversión privada. No obstante, estas perspectivas de crecimiento pueden verse afectadas por los ajustes

de los mercados financieros, la ruptura en la negociación de tratados comerciales, el proteccionismo impuesto por Estados Unidos y las consecuencias de fenómenos climáticos y naturales.

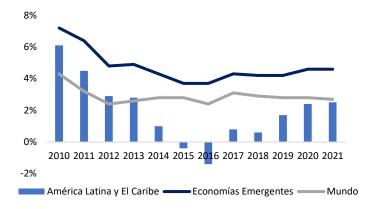


Gráfico 6: Crecimiento Económico

Fuente: Global Economic Prospects (Enero 2019) – Banco Mundial;

Elaboración: Global Ratings

Los países exportadores de materia prima y commodities de la región, principalmente Brasil, Chile y Argentina, afrontaron un incremento significativo en la producción industrial durante la primera mitad de 2018, medido por los volúmenes de ventas. Sin embargo, el incremento en la volatilidad de mercado deterioró la actividad industrial en el segundo trimestre de 2018. De igual manera, los países exportadores de servicios, ubicados principalmente en Centroamérica y el Caribe, se vieron beneficiados por el fortalecimiento de la demanda externa, alcanzando niveles de turismo récord para la región. En cuanto a los países importadores de commodities, como México, se pronostica un crecimiento moderado del consumo privado dado el estancamiento en los volúmenes de ventas.

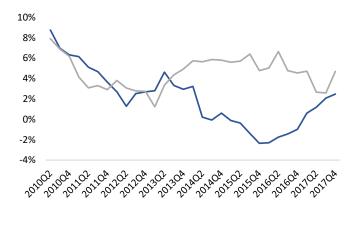


Gráfico 7: Crecimiento del PIB Real en América Latina y el Caribe.

Fuente: Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial

Elaboración: Global Ratings

Importadores de Commodities

Exportadores de Commodities

El consumo privado es el principal motor del crecimiento de la economía de América Latina, y se espera que crezca a un ritmo de 1,3% en 2018. Su fortalecimiento durante los últimos años ha sido consecuencia de reducciones en las tasas de interés. Esto ha

reactivado la inversión privada en la región, que, sin embargo, fue inferior a la esperada al cierre de 2018. La inversión total en la mayoría de los países de la región se sitúa por debajo de la media de economías emergentes en Europa, Asia y Medio Oriente. Esto se explica por la falta de ahorro nacional o de oportunidades de inversión rentables.

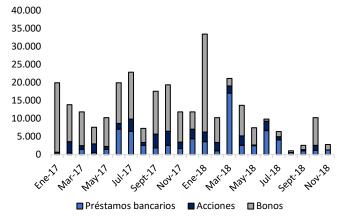


Gráfico 8: Flujos de Capital en América Latina y El Caribe
Fuente: Global Economic Prospects (Enero 2019) – Banco Mundial;
Elaboración: Global Ratings

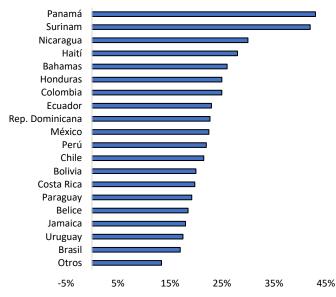


Gráfico 9: Tasa de inversión total como porcentaje del PIB, 2017.

Fuente: Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2018 – BID

Elaboración: Global Ratings

Durante 2018, el crecimiento de las exportaciones de la región fue inferior al esperado, en respuesta a las tendencias de comercio mundiales y a la desaceleración en la producción agrícola en Argentina. Las perspectivas comerciales de los países de la región de América Latina y el Caribe son favorables, considerando que sus principales socios comerciales, Estados Unidos, Europa y China, han visto revisadas al alza sus previsiones de crecimiento. Asimismo, el fortalecimiento de la demanda mundial ha impulsado las exportaciones y contribuido hacia la reducción de los déficits en cuenta corriente en varios de los países de la región. No obstante, el crecimiento de las importaciones supera al crecimiento de las

exportaciones; por ende, la balanza comercial contribuye de manera negativa al crecimiento de América Latina y el Caribe.

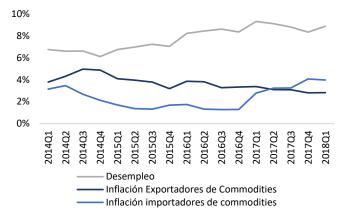


**Gráfico 10:** Crecimiento de exportaciones e importaciones en América Latina y el Caribe

Fuente: Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial Elaboración: Global Ratings

Debido al fortalecimiento del dólar estadounidense, la mayoría de los países en la región afrontaron una depreciación de su moneda, la cual, a su vez, impulsó la inflación al alza. Se espera que las decisiones de política monetaria de la región presionen la tasa de inflación durante los próximos meses. En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo ha mantenido una tendencia creciente durante

el último año. Asimismo, el empleo informal constituye una de las problemáticas más importantes de la región.



**Gráfico 11:** Inflación y Desempleo en América Latina y el Caribe **Fuente:** Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial. **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto a los mercados financieros de la región, los rendimientos de los bonos soberanos incrementaron durante 2018, al igual que en el resto de los mercados emergentes a nivel mundial. La deuda pública alcanzó niveles récord en algunos países de la región, dados los déficits fiscales elevados en los países exportadores de commodities. La mayoría de los índices de los mercados accionarios de la región afrontaron una desvalorización al cierre de 2018.

# **ENTORNO ECUATORIANO**

La economía ecuatoriana se desenvuelve con un ralentizado crecimiento. El Banco Mundial estimó un crecimiento económico de 1,0% para el año 2018, y pronostica un crecimiento de 0,7% para el año 2019. Según datos del Banco Central del Ecuador, en 2016 el PIB del Ecuador totalizó USD 99.937 millones, mientras que en el 2017 alcanzó los USD 104.295 millones. En el tercer trimestre de 2018, el PIB ecuatoriano alcanzó los USD 27.267,31 millones, lo cual refleja un incremento de 1,4% con respecto al mismo periodo del año anterior, y un incremento de 0,9% frente al primer trimestre de 2018. El gobierno estima un crecimiento de 1,9% en 2019.

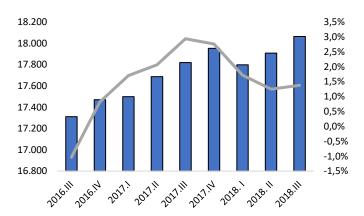


Gráfico 12: PIB Real del Ecuador a precios constantes de 2007 y tasa de

variación interanual

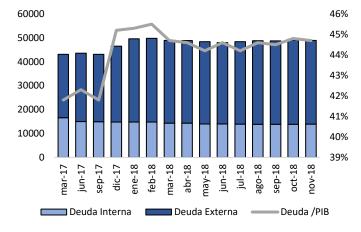
Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Por su parte, el Índice de Actividad Coyuntural (IDEAC), que describe la variación de la actividad económica a través de la medición de variables de producción en las distintas industrias, refleja una dinamización de la economía en el país para el mes de octubre de 2018. Específicamente, a octubre de 2018, el IDEAC alcanzó un nivel de 171,02 puntos, lo cual refleja un incremento de 7,61% frente al mes de septiembre de 2018, y un incremento de 12,30% frente al mismo período de 2017.

El presupuesto general del Estado aprobado para el año 2018 se mantuvo en USD 34.853 millones, lo cual representa una caída de 5,3% con respecto al Presupuesto General aprobado para 2017. Este presupuesto se elaboró bajo los supuestos de un crecimiento real del PIB de 2,04%, una inflación promedio anual de 1,38%, un PIB nominal de USD 104.021 millones y el precio promedio del barril de petróleo en USD 41,92. La proforma presupuestaria para el 2019, que fue presentada por el Ministerio de Economía y Finanzas a la Asamblea Nacional y se encuentra pendiente de aprobación, alcanzó los USD 31.318 millones, cifra que demuestra una disminución de USD 3.534 millones frente al presupuesto aprobado para 2017. La proforma para el presupuesto de 2019 se elaboró bajo los supuestos de un crecimiento económico de 1,43%, una inflación anual de 1,07%, un precio promedio del

petróleo de USD 58,29 por barril y una producción de 206,21 millones de barriles de petróleo.

Para noviembre de 2018, la deuda pública alcanzó un monto de USD 48.954,40 millones, lo cual representa el 44,7% del PIB. De este monto, alrededor de USD 35.049,70 millones constituyeron deuda externa con Organismos Internacionales, Gobiernos, Bancos y Bonos, mientras que los restantes USD 13.904,70 millones constituyeron deuda interna por Títulos y Certificados y con Entidades del Estado como el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y el Banco del Estado.



**Gráfico 13**: Deuda Pública (millones USD) y Relación Deuda/PIB (Eje der.). **Fuente**: Ministerio de Finanzas del Ecuador; **Elaboración**: Global Ratings

Por otro lado, la recaudación tributaria entre los meses de enero a noviembre de 2018 fue de USD 13.148,14 millones, lo cual representa un aumento de 4,3% frente al mismo periodo de 2017, y una estabilidad en la recaudación de los meses de octubre y noviembre de 2018. El impuesto con mayor contribución a la recaudación fiscal es el Impuesto al Valor Agregado, que representa 42,04% de la recaudación total. Para el periodo de enero a noviembre de 2018, la recaudación del Impuesto al Valor Agregado fue de USD 6.120,24 millones, lo cual constituye un incremento de 5,99% frente al mismo período de 2017, pero una caída de 5,29% en la recaudación del Impuesto al Valor Agregado en el mes de noviembre 2018 frente al mes de octubre del mismo año. Esto evidencia una mejora en el consumo privado en el último año, que constituye cerca del 60% de la actividad económica del país. Adicionalmente, el Impuesto a la Renta recaudado durante los meses de enero a noviembre de 2018 fue de USD 4.274,42 millones, lo cual representa el 32,52% de la recaudación fiscal. Este monto es 9,56% superior a la recaudación de Impuesto a la Renta de enero a noviembre de 2017, y representa un aumento de 6,82% en la recaudación mensual de noviembre frente a la recaudación del mes de octubre del presente año.



Gráfico 14: Recaudación Fiscal

Fuente: Servicio de Rentas Internas del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Adicional a los ingresos tributarios, los ingresos petroleros constituyen la principal fuente de ingresos para el Ecuador, al ser el quinto mayor productor sudamericano de crudo. Sin embargo, su producción en los mercados internacionales es marginal, por lo cual no tiene mayor influencia sobre los precios y, por lo tanto, sus ingresos por la venta de este commodity están determinados por el precio internacional del petróleo. Para octubre de 2018, el precio promedio mensual del barril de petróleo (WTI) fue de USD 70,75, cifra similar al precio promedio del mes de septiembre de 2018. Para el 10 de enero de 2018, el precio del barril de petróleo (WTI) fue de USD 52,53, cifra que sugiere una tendencia decreciente en los precios del crudo, y, por tanto, una caída en los ingresos disponibles para el Estado, perjudicando su capacidad de pago de la deuda.

Esta condición se refleja en el riesgo país, que mide la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones extranjeras. Específicamente, según cifras del Banco Central, el Riesgo País del Ecuador, medido a través del Índice Bursátil de Economías Emergentes (EMBI), promedió 746 puntos durante el mes de noviembre de 2018, y cerró dicho mes en 740 puntos. Si bien el riesgo país al cierre de noviembre fue inferior al promedio mensual, este último presentó un incremento de 11,01% frente al nivel promedio de octubre. Asimismo, el riesgo país promedio en noviembre de 2018 incrementó en 37,89% en comparación con el mismo periodo de 2017. Este incremento en el riesgo país implica menores oportunidades de inversión rentable para el país, así como mayores costos de financiamiento en los mercados internacionales. Por esta razón, el crecimiento del riesgo país incide de manera negativa en nivel de empleo y el crecimiento de la producción.

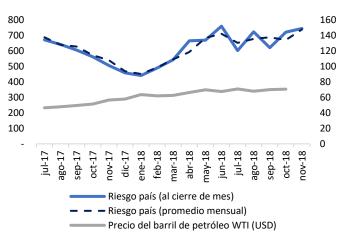


Gráfico 15: Riesgo País (eje izq.) y Precio del Barril de Petróleo (eje der.)
Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Durante el último año, los precios generales en el país se han mantenido estables, con una inflación acumulada a octubre de 2018 de 0,17%. La inflación mensual para noviembre de 2018 fue de -0,25%, mientras que la inflación anual, en comparación con noviembre de 2017, fue de 0,35%. El decremento mensual en los precios para noviembre de 2018 fue impulsado por los precios de las prendas de vestir y calzado y de las actividades de recreación y cultura, mientras que los precios con mayor variación positiva para el mes de noviembre de 2018 fueron los de salud y alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles.

Esta estabilidad de precios, a su vez, permitió mantener una estabilidad relativa en el mercado laboral, que reacciona de manera inversa a los cambios en el índice de precios. El porcentaje de la población en el desempleo para septiembre de 2018 fue de 4,0%, un decremento porcentual de 0,1% con respecto a la cifra reportada en junio de 2018. Los cambios más significativos en el desempleo nacional se dieron en Guayaquil, donde el desempleo cayó en 1,2% en el último año, y Machala, donde el desempleo aumentó en 2,5% de septiembre 2017 a septiembre 2018.



Gráfico 16: Tasa de Inflación Anual (eje izq.) y Tasa de Desempleo (eje der.)

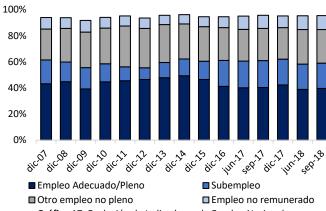
Fuente: Banco Central del Ecuador e Instituto Nacional de Estadística y

Censos

Elaboración: Global Ratings

En cuanto a la distribución del empleo, según los datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos, la mayor proporción de la población goza de un empleo adecuado. Para septiembre de 2018, la tasa de empleo adecuado alcanzó un nivel de 39,6% de la

población nacional. La tasa de subempleo se mantuvo constante durante el tercer trimestre de 2018, alcanzando un 19,4% de la población. No obstante, para septiembre 2018, las tasas de empleo no remunerado y de otro empleo no pleno incrementaron en 0,5% y 1%, respectivamente, frente a septiembre de 2017. El comportamiento de los índices de empleabilidad concuerda con las tendencias regionales de informalidad creciente.



**Gráfico 17:** Evolución de Indicadores de Empleo Nacionales **Fuente:** Instituto Nacional de Estadística y Censos, **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al sector externo, durante el período de enero a octubre de 2018, la balanza comercial registró un déficit de USD - 263,50 millones, con exportaciones por USD 18.234,70 millones e importaciones por USD 18.498,30 millones. Las exportaciones petroleras representaron el 41,70% de las exportaciones, mientras que las exportaciones no petroleras representaron el 58,30% del total de exportaciones. Para octubre de 2018, la balanza petrolera mantuvo un saldo positivo de USD 3.932,10 millones. Por el contrario, la balanza comercial no petrolera presentó un déficit de USD -4.195,60 millones, con exportaciones por USD 10.638,10 millones e importaciones por USD 14.498,30 millones. El saldo negativo en la balanza comercial no petrolera es consecuencia de la elevada importación de materias primas y bienes de capital utilizados como insumos productivos, así como la importación de bienes de consumo.



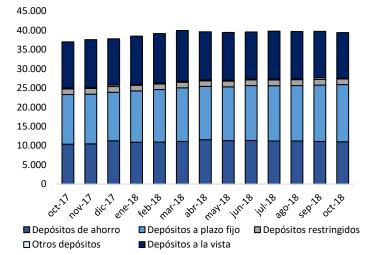
**Gráfico 18:** Balanza comercial petrolera y no petrolera (millones USD) **Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

La siguiente tabla resume los principales indicadores de interés económico publicados por los diferentes organismos de control y estudios económicos:

MACROECONOMÍA	
Ingreso per cápita (2017) *	USD 6.143
Inflación anual (noviembre 2018) *	0,35%
Inflación mensual (noviembre 2018) *	-0,25%
Salario básico unificado	USD 394
Canasta familiar básica (diciembre 2018) *	USD 715,16
Tasa de subempleo (septiembre 2018) *	19,40%
Tasa de desempleo (septiembre 2018) *	4,00%
Precio crudo WTI (octubre 2018)*	USD 70,75
Índice de Precios al Productor (diciembre 2018) *	102,34
Riesgo país (promedio octubre 2018)*	746 puntos
Deuda pública como porcentaje del PIB (noviembre 2018)*	44,70%
Tasa de interés activa (enero 2019)	7,99%
Tasa de interés pasiva (enero 2019)	5,62%
Deuda pública total (noviembre 2018) millones USD*  (*) Última fecha de información disponible	48.954,40

Tabla 3: Principales indicadores económicos del Ecuador
Fuente: BCE, INEC, Ministerio de Finanzas; Elaboración: Global Ratings

Para octubre de 2018, el sistema financiero nacional totalizó un monto de captaciones a plazo igual a USD 27.564,60 millones. Este monto representa un decremento de 0,23% con respecto a septiembre de 2018, y un aumento de 10,2% con respecto a octubre de 2017. Los depósitos a plazo fijo constituyeron el 53,90% de las captaciones a plazo, seguidas de los depósitos de ahorro, cuya participación en el total de captaciones a plazo fue de 39,80%. Asimismo, los bancos privados obtuvieron el 65,78% de las captaciones a plazo, seguido de las cooperativas, que obtuvieron el 28,53% de las mismas. Por su parte, los depósitos a la vista en octubre de 2018 cayeron en 0,50% con respecto a octbre de 2017, de USD 11.956,25 a USD 11.901,40. Los bancos privados captaron el 73,40% de los depósitos a la vista, mientras que el Banco Central captó el 25,60% de los mismos. El incremento en las captaciones del sistema financiero durante 2018 refleja la recuperación de la confianza de los inversionistas y de los cuenta ahorristas.



**Gráfico 19:** Evolución de las Captaciones del Sistema Financiero Ecuatoriano **Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

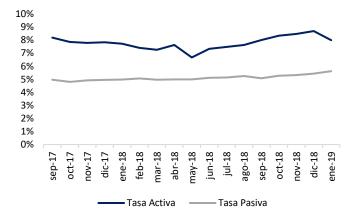
Para octubre de 2018, el volumen de colocación de crédito particular del sistema financiero alcanzó los USD 38.926,60 millones, lo cual representa un incremento de 16,1% con respecto

a octubre de 2017, y de 0,8% frente a septiembre de 2018. Este incremento representa la creciente necesidad de financiamiento del sector privado para actividades destinadas al consumo y a la inversión. La cartera por vencer del sistema financiero ecuatoriano representa el 92,92% del total de colocaciones, mientras que la cartera vencida representa el 3,67%.



**Gráfico 20:** Evolución de las colocaciones del sistema financiero ecuatoriano **Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

La tasa de interés activa referencial cayó de 8,69% en diciembre de 2018 a 7,99% en enero de 2019. Por el contrario, la tasa de interés pasiva referencial incrementó de 5,43% en diciembre de 2018 a 5,62% en enero de 2019.



**Gráfico 21:** Evolución de tasas de interés referenciales **Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Las reservas internacionales en el Banco Central del Ecuador alcanzaron un total de USD 2.382,20 millones en noviembre de 2018, monto que representa una caída de 40,72% con respecto a noviembre de 2017, y de 12,75% con respecto al mes anterior. Por su parte, las reservas bancarias en el Banco Central del Ecuador para noviembre de 2018 fueron de USD 4.238,6 millones, cifra 8,96% inferior al monto de reservas bancarias en el BCE de noviembre de 2017, y 1,09% inferior al mes anterior. Esta situación evidencia el creciente riesgo de liquidez en el sistema financiero, y la falta de respaldo ante las reservas de los bancos privados en el Banco Central.



**Gráfico 22:** Reservas Internacionales y Reservas Bancarias en el BCE. **Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al mercado bursátil, a diciembre de 2018, existieron 289 emisores, sin incluir fideicomisos o titularizaciones, de los cuales 156 son pymes, 103 son empresas grandes y 30 pertenecen al sector financiero. De acuerdo con la información provista por la Bolsa de Valores Quito, a diciembre de 2018, los montos negociados en el mercado bursátil nacional están compuestos por un 99,67% de instrumentos de renta fija y un 0,33% de instrumentos de renta variable. El 89,81% de las negociaciones corresponde mercado primario y el 10,19% al mercado secundario. En este mes de análisis, se registró un monto total negociado a nivel nacional de USD 856,06 millones.

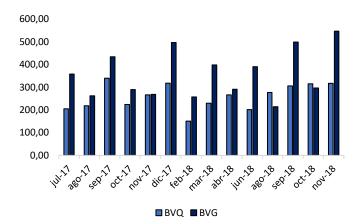


Gráfico 23: Historial de Montos Negociados (millones USD) Fuente: BVQ; Elaboración: Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presentan 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, puntualmente la economía ecuatoriana tiene expectativas de un crecimiento moderado para el presente año e ingresos suficientes para cubrir las obligaciones en lo que resta del 2018.

# **Sector Comercial**

El sector comercial constituye uno de los principales dinamizadores de la economía, y las tendencias del sector a nivel mundial presentan perspectivas favorables para el comercio local. El desarrollo del sector comercial 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.

De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Censos, el sector comercial comprende la venta al por mayor y al por menor de todo tipo de productos y la prestación de servicios accesorios a la venta de dichos productos. 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.

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. Para el año 2008, el

aumento de la inversión y el consumo privado impulsaron al sector comercial a obtener un crecimiento máximo de 10,76%. Durante la última década, el sector comercial creció a una tasa promedio de 3,18%. Tras mantener un crecimiento ininterrumpido entre 2010 y 2014, para 2015 el comercio se contrajo en 0,71%, principalmente debido a la imposición de las salvaguardas y a la estrecha relación del sector con los productos importados. La retracción del comercio se extendió hasta 2016, año en que se evidenció una caída de 4% en el PIB del sector.

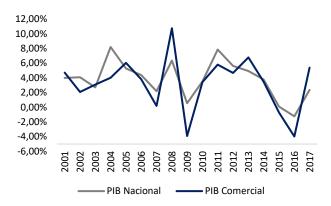
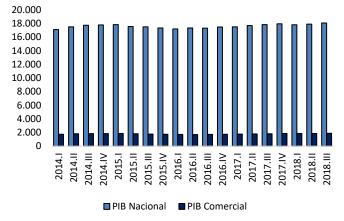


Gráfico 24: Crecimiento anual del PIB real.

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

Para 2017, el sector alcanzó un Producto Interno Bruto nominal de USD 9.960,09 millones y una tasa de crecimiento real de 5,4% frente a 2016, señal de dinamización de la economía y recuperación del consumo privado. Durante el tercer trimestre de 2018, el PIB del sector comercial alcanzó los USD 2.615,75 millones. En términos reales, esta cifra constituyó un incremento de 0,5% en relación con el primer trimestre de 2018, y un aumento de 2,75% en comparación con el mismo periodo de 2017. Este crecimiento fue superior al de la economía nacional, lo cual resalta el desempeño del comercio dentro del contexto nacional.



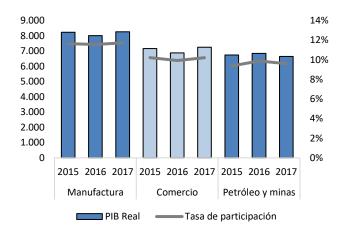
**Gráfico 25:** Evolución trimestral del PIB real (millones USD). **Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings.

Entre 2000 y 2007, el comercio mantuvo una participación de 10,92% dentro del PIB nacional, constituyéndose como el tercer sector con más importancia en la economía del país. Para 2008, el sector representó el 10,94% de la economía, y, a partir de entonces, la participación de este sector dentro del PIB nacional se mantuvo relativamente estable, con una ligera tendencia a la baja. Para 2015, el comercio representó el 10,21% del PIB nacional, y para 2016 esta participación se contrajo a 9,93% del PIB. Al cierre de 2017, la participación del sector comercial dentro del PIB nacional fue de 10,22%. Esto convirtió al comercio en el segundo sector con mayor participación dentro de la economía nacional en el último año, después de la industria manufacturera.

<sup>1</sup>Metodología INA-R, marzo 2017, extraído http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/

de:

Al cierre del tercer trimestre de 2018, el sector comercial se mantuvo como el segundo sector más grande, con una participación de 10,37% dentro del PIB nacional.



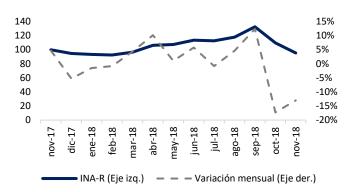
**Gráfico 26:** Evolución PIB y participación por sector **Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings.

Durante el periodo de enero a agosto de 2018, las ventas en el país alcanzaron los USD 95.608 millones, cifra que se acercó al PIB nacional y que superó en un 5,5% a las ventas del mismo periodo de 2017. De este monto, alrededor de USD 43.474,10 en ventas pertenecieron al sector comercial. De acuerdo con un informe de MarketWatch, el comercio al por mayor y menor es la principal actividad económica del país, y afrontó un crecimiento de 9,6% en el periodo de enero a agosto de 2018, en comparación con el mismo periodo de 2017. No obstante, el crecimiento durante 2018 fue inferior al crecimiento en 2017, señal de desaceleración y enfriamiento de la economía.

Para diciembre de 2018, el Índice de Confianza del Consumidor, que mide el grado promedio de optimismo del consumidor ecuatoriano, evidenció una caída mensual de 2,2 puntos, alcanzando un valor de 39,3. Esto representa una caída de 5,30% frente a noviembre de 2018, lo cual genera incertidumbre en cuanto a las expectativas para la actividad del comercio en el país.

Para monitorear el comportamiento de un determinado sector productivo, el INEC utiliza el **Índice de Nivel de Actividad Registrada**, que indica el desempeño económico-fiscal mensual de los sectores y actividades productivas de la economía nacional. Para esto, se utiliza un indicador estadístico que mide el comportamiento de las ventas corrientes en un mes determinado, comparado con las ventas del mismo mes, pero de un período base (Año 2002=100)¹. Para octubre de 2018, el Índice de Nivel de Actividad Registrada del Comercio al por mayor y menor se ubicó en 95,40 puntos, con una variación negativa mensual de 13,01%, y una caída anual del 4,57%, respectivamente. Las actividades comerciales son altamente estacionales; no obstante, la serie desestacionalizada revela una tendencia positiva en la actividad

del sector comercial durante el último año, tras las perspectivas favorables al cierre de 2017.



**Gráfico 27:** INA-R del sector Comercio al por mayor y menor **Fuente:** INEC: **Elaboración:** Global Ratings.

En cuanto al mercado laboral, el último año reflejó estabilidad en el nivel de empleo del sector. 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 88,47 puntos en noviembre de 2018. Esto constituye una caída de 2,57% en comparación con el mes de noviembre de 2017. La disminución en los puestos de trabajo en el sector en comparación con el último año ocurrió en enero de 2018, con una disminución de 2,98% frente a diciembre de 2017. No obstante, a pesar de la implementación de nuevas tecnologías de comercialización, existen perspectivas de empleo crecientes en el sector. Esto se vio reflejado en la estabilidad de los puestos de trabajo en el sector entre los meses de febrero a noviembre. 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 85,05 en el mes de noviembre de 2018. Este valor constituye una caída de 5,85% con respecto al mes de octubre de 2018, y de 1,51% frente a noviembre de 2017. 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 106,79 en el mes de noviembre de 2018, cifra que constituye un incremento de 3,62% durante el último año, y de 7,71% frente al mes de octubre de 2018. Esto señala una mejora en las condiciones de trabajo de los empleados del sector, asociada con la demanda de capacidades más técnicas.

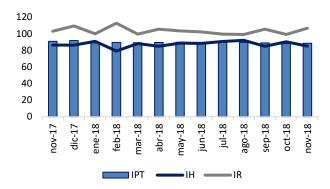


Gráfico 28: Índice de puestos de trabajo, Índice de horas trabajadas e Índice de remuneraciones (comercio al por mayor y menor)

Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

Para diciembre de 2018, el 18,1% de la población empleada del país se ocupó el sector comercial. Esto lo mantuvo como el segundo sector con mayor generación de empleo en el país, antecedido únicamente por el sector de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

SECTOR	DIC- 2017	MAR- 2018	JUN- 2018	SEP- 2018	DIC- 2018
Agricultura, ganadería, caza, y silvicultura y pesca	26,1%	28,3%	29,4%	29,3%	28,3%
Comercio	19,1%	18,0%	18,0%	18,0%	18,1%
Manufactura	11,3%	11,7%	11,1%	10,3%	10,7%
Construcción	6,7%	6,8%	6,5%	6,1%	6,8%
Enseñanza y servicios sociales y de salud	6,8%	6,2%	6,2%	6,8%	6,7%

**Tabla 4:** Porcentaje de empleo por sector **Fuente**: INEC; **Elaboración**: Global Ratings

Las compañías dedicadas a las actividades comerciales operaron principalmente en las ciudades de Guayaquil, Quito y Machala, cuyos porcentajes de participación nacional son del 36,2%, 30,6% y 4% respectivamente.

En cuanto al financiamiento del sector, durante el tercer trimestre de 2018, del total de empresas que demandaron crédito, el 18% operó en el sector comercial. El 82% de las empresas dentro del sector comercial que demandaron crédito durante el segundo semestre, lo utilizó para capital de trabajo, mientras que el 6% lo utilizó para inversión y adquisición de activos, el 7% para reestructuración y pago de deudas y el 2% para operaciones de comercio exterior. Del total de empresas dentro del sector comercial, el 17% tuvo problemas para pagar sus deudas durante el tercer trimestre de 2018. Se espera que, para el cuarto trimestre de 2018, el 28% de las grandes empresas del sector comercial soliciten un crédito, mientras que las previsiones sugieren que 17% de las pequeñas y medianas empresas dentro de este sector demandarán créditos durante ese mismo periodo.

A noviembre de 2018, el volumen de crédito otorgado por instituciones financieras públicas y privadas a las empresas del sector comercial alcanzó los USD 7.365,01 millones. Esto constituye un incremento de 12,86% con respecto al mismo periodo de 2017. Asimismo, este monto constituye 25,84% del crédito colocado entre enero y noviembre a nivel nacional. Esta expansión muestra que el sistema financiero confía en una

recuperación en el sector del comercio. Además, el compromiso del Gobierno de mantener el esquema de dolarización de la economía también ha sido un causal para que tanto el BIESS como las instituciones financieras incrementen sus operaciones con la finalidad de impulsar al sector.

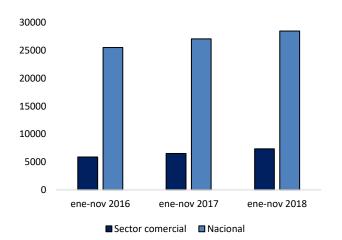


Gráfico 29: Volumen de crédito colocado (millones USD)

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.

Debido a la variedad de productos y servicios que se comercializan, resulta complicado establecer de manera generalizada el grado de amenaza de los sustitutos en el sector. No obstante, 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, depende del tipo de producto o servicio que se comercialice.

De acuerdo con el ranking anual de las 500 mayores empresas de la Revista Vistazo del año 2017, el aumento en las importaciones y del consumo de los hogares permitió que puntualmente el sector de electrodomésticos llegue a ventas superiores a los USD 1.600 millones, un 13% superior a lo registrado el año pasado.

COMPAÑÍA	PARTICIPACIÓN MERCADO	INGRESOS 2017 (miles USD)
		<del> </del>
Marcimex S.A.	18,79%	199.120
Compañía General de Comer y Mandato S.A.	rcio 17,16%	181.740
Unicomer del Ecuador S.A.	16,56%	175.290
La Ganga S.A.	15,66%	165790
Icesa S.A.	13,61%	144.100
Créditos Económi Crecoimport S.A.	cos 11,91%	126.120
Corporación Jarrín Herrera ( Ltda.	Cía. 6,31%	63.991

**Tabla 5:** Ranking de empresas por participación de mercado. **Fuente:** Revista Ekos; **Elaboración:** Global Ratings

La compañía se encuentra regulada por: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros; Servicio de Rentas Internas; Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y por el Ministerio de Relaciones Laborales.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una buena participación de mercado, un buen nivel de ingresos por ventas y los índices del sector indican estabilidad.

# La Compañía

La compañía se constituyó en la ciudad de Cuenca el 7 de enero del 2000 con la razón social de Impocomjaher Cía. Ltda. y fue inscrita en el Registro Mercantil de la misma ciudad, el 28 de enero del mismo año.

Su fundador, Alberto Jarrín Antón, inició con un pequeño almacén de electrodomésticos, con los que eventualmente llegó a inaugurar una cadena de almacenes ubicados en diferentes ciudades del país, con un modelo de atención y enfoque al cliente

que facilitó el rápido posicionamiento en cada una de las ciudades establecidas.

En julio de 2006, la compañía realizó una fusión por absorción con la compañía Panaelectric Cía. Ltda. Para el año 2013, la Junta General Universal de Socios resolvió por unanimidad reformar el Artículo 1 de su Estatuto Social, referente a la denominación de la compañía, la misma que pasó a llamarse CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. donde posteriormente se procedió con el cambio de denominación, que fue autorizada por la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros mediante resolución No. SC.DIC.C.13.0105 del 28 de febrero del 2013.

El objeto social de la compañía es la importación, exportación, comercialización, producción, distribución y venta al por mayor y al detalle de toda clase de productos como: electrodomésticos, equipos electrónicos, equipos en frío en general, artículos de cosmetología, perfumería, cuidado personal y belleza, artículos de tocador, productos de aroma terapia, sales minerales, y en general de toda clase de productos para el cuidado personal e íntimo.

La misión de CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. es: "la venta y distribución de electrodomésticos, motos, tecnología y servicios garantizados, superando las expectativas de sus consumidores con precios competitivos, crédito oportuno y facilidades de pago, a través de un equipo humano competente y comprometido, asegurando un crecimiento sólido con resultados económicos satisfactorios, contribuyendo así a la calidad de vida y bienestar de la comunidad".

Al mes de diciembre 2018, el capital suscrito de la compañía fue de USD 11.061.750. Los principales accionistas de la compañía son:

NOMBRE	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Inmobiliaria Terranova S. A. Inmoterranova	8.837.291,00	79,89%
Herrera Flores Sonia Cristina	7.832,00	0,07%
Jarrín Antón Ángel Alberto (Herederos)	2.216.627,00	20,04%
Total	11.061.750,00	100,00%

Tabla 9: Composición accionarial Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

A su vez la empresa Inmobiliaria Terranova S.A. Inmoterranova, presenta la composición accionarial de la siguiente manera:

NOMBRE	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Herrera Flores Sonia Cristina	9.900,00	99,00%
Jarrín Herrera María Cristina	100,00	1,00%
Total	10.000,00	100,00%

Tabla 10: Composición accionarial Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que los accionistas han demostrado un alto compromiso con la empresa, afirmación que se demuestra por el incremento patrimonial que presentó con el aumento consistente de las reservas facultativas a diciembre 2018. Por otra parte, es importante recalcar que los principales accionistas son además quienes llevan la administración de la empresa por lo que es posible afirmar que

éstos tienen como principal ocupación su labor en la empresa, lo que evidentemente acentúa su compromiso.

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Artículo 2, Numeral 3, Sección I, Capítulo I, Titulo 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.

CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. no cuenta con participación de capital social en otras compañías. La compañía cuenta con empresas relacionadas por vinculación accionarial según el siguiente cuadro:

EMPRESA	VINCULADO	SITUACIÓN LEGAL	ACTIVIDAD
Importadora Austrokrey Imporaustrokrey Cía. Ltda.	Herrera Flores Sonia Cristina	Activa	Comercio al por mayor, excepto de vehículos automotores y motocicletas, intermediario de muebles y artículos para el hogar y ferretería.
Metálica del Sur Metsur Cía. Ltda.	Herrera Flores Sonia Cristina Jarrín Herrera María Cristina	Activa	Industrialización o fabricación, importación-exportación, compra -venta, distribución, consignación, representación y comercialización de piezas y partes cualesquiera que sean de automotores de cualquier tipo, aeronaves, helicópteros, maquinaria liviana y pesada para la construcción y de uso agrícola, avícola y pecuario

**Tabla 11:** Compañías relacionadas por accionariado **Fuente:** SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

A su vez las compañías vinculadas por administración son:

-	-	
EMPRESA	VINCULADO	CARGO
Inmobiliaria Terranova S.A	Herrera Flores Sonia Cristina	Presidente
Inmoterranova	Jarrín Herrera María Cristina	Gerente General
Importadora Austrokrey	Herrera Flores Sonia Cristina	Presidente
IMPORAUSTRO KREY Cía. Ltda.	Jarrín Herrera María Cristina	Gerente
Metálicas del Sur Metsur Cía. Ltda.	Jarrín Herrera María Cristina	Presidente

**Tabla 12:** Compañías vinculadas por administración **Fuente:** SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

La Junta General de Socios está encargada del gobierno de la compañía y es administrada por el Presidente y Gerente. Adicionalmente, la representación legal, judicial y extrajudicial de la compañía lo tiene el Gerente.

La Junta General de Socios es la máxima autoridad de la compañía y se compone de los socios convocados y reunidos conforme lo dispone la ley. Las sesiones podrán ser Ordinarias y Extraordinarias bajo convocatoria del Presidente o Gerente. La Junta Ordinaria se reunirá cuando menos una vez al año, mientras que la Extraordinaria podrá reunirse las veces que fueran necesarias, o también podrán celebrarse Juntas Universales en cualquier lugar del país. Las Juntas serán presididas por el Presidente y actuará como Secretario el Gerente.

Las principales atribuciones de la Junta General son las siguientes: nombrar al Presidente y Gerente de la compañía, remover administradores de la compañía, conocer y resolver los estados financieros, decidir el aumento o disminución del capital social, aprobar los Reglamentos Internos, tratar el reparto de utilidades, entre otros.

La administración está a cargo del Presidente y del Gerente General por periodos de dos años, sin embargo, actuarán con funciones prorrogadas aun cuando hayan fenecido sus respectivos periodos, hasta que sean legalmente reemplazados. Cabe mencionar que la empresa declara que las decisiones de gran envergadura pasan por la aprobación de la Junta General de Socios.

Un extracto del organigrama de la empresa se detalla a continuación:



**Gráfico 1:** Extracto estructura organizacional **Fuente:** CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA.LTDA.; **Elaboración:** Global Ratings

La compañía informa que el personal se encuentra altamente capacitado, cuenta con amplia experiencia, cumple con las competencias necesaria para ejecutar las funciones y sigue los principios y lineamientos planteados por la empresa. A diciembre 2018, los principales ejecutivos de la compañía fueron:

NOMBRE	CARGO
Cristina Herrera	Presidente
Juan Esteban Vintimilla	Gerente
Lorena Andrade	Gerente Administrativo
Ximena Sigcho	Gerente Contabilidad
Silvana Guamán	Gerente Financiera
José Luis Vanegas	Gerente Compras y Logística
Andrés Muñoz	Gerente de Crédito y Cobranza
Patricio González	Gerente Ventas Mayoreo
Javier Jaramillo	Gerente de Marketing
Hernán Peralta	Gerente T.I.
Santiago Espinoza	Gerente Ventas y Retail

Tabla 13: Principales ejecutivos estructura gerencial
Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA.LTDA.; Elaboración: Global
Ratings

A la fecha del presente informe, la compañía incrementó el número de empleados constantemente pasando de 686 empleados en el 2016, a 752 en el 2017 y a 813 en diciembre 2018. Es importante mencionar que la compañía cuenta con 30 empleados con capacidades limitadas. El personal se divide en siete áreas principales que se componen de la siguiente manera:

ÁREA	NÚMERO DE EMPLEADOS
Administración	70
Call Center	18
Cobranza	190
Ventas	465
Crédito	7
Inventario	44
Transporte	19
Total	813

**Tabla 14:** Número de trabajadores

Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA; Elaboración: Global Ratings

La figura legal con la que CORPORACIÓN JARRIN HERRERA CÍA. LTDA. emplea a su personal es a través de contrato a plazo fijo o indefinido. Se debe mencionar que a la fecha no existen sindicatos ni comités de empresa.

Con la finalidad de mantener un adecuado manejo de sus sistemas operativos, la compañía dispone de diversos sistemas, entre los que destacan: Linux Redhat (Base de Datos), Linux Centos (Mail, Mensajería), Windows 2016 Server STD (Active Directory) y Windows 2012 Server STD (Terminal Server).

En cuanto a sus respaldos de información, la compañía posee respaldos físicos e informáticos con la que garantiza su seguridad. En lo que respecta a la información física, se digitalizan todos los documentos de las carpetas de los clientes, entre los que destacan los subsiguientes: cédulas, certificados de votación, pagarés, solicitudes de crédito, croquis de ubicación de domicilios de clientes y planillas de servicios básicos. Además, el Departamento de Informática realiza respaldos periódicos de toda la información.

Es importante mencionar que la compañía posee diferentes manuales para la recuperación de información, manuales donde se explica claramente cómo cada usuario puede recuperar sus datos en casos de emergencia. Los planes de contingencia desarrollados por la compañía para hacer frente a los posibles eventos de riesgo son los siguientes:

- Daño del Host de Base de Datos
- Levantamiento de Base Standby (nube)
- Recuperación de base de datos desde archivos DMP.

Con todo lo expuesto en este acápite, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 19 y en los Numerales 3 y 4, 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 respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que CORPORACIÓN JARRIN HERRERA CÍA. LTDA. mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación, fomentando el desarrollo del capital humano.

# **BUENAS PRÁCTICAS**

CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA., mantiene un Directorio que se reúne trimestralmente con la finalidad de revisar los resultados alcanzados y dar una opinión sobre las políticas de la compañía. Además, este Directorio tiene facultades consultivas, de asesoramiento, evaluación y control sobre todas las áreas de la compañía para garantizar un buen desenvolvimiento.

MIEMBROS DEL DIRECTORIO
Cristina Herrera
Ricardo Jácome
María Isabel Jarrín
María Cristina Jarrín

Tabla 6: Composición del Directorio.

Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.; Elaboración: Global Ratings

Para la compañía, mantener prácticas de Buen Gobierno Corporativo es un tema de gran importancia y es considerado como uno de sus pilares fundamentales. A medida que el mercado se torna más selectivo y globalizado, el tema de Gobierno Corporativo tomó mayor importancia para la compañía, ya que puede afectar significativamente el acceso de las compañías al mercado global. De esta manera la adopción de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo es un diferencial competitivo fundamental de la compañía.

Los principales objetivos del Gobierno Corporativo que ha adoptado la compañía son:

- Asegurar el buen manejo de la administración.
- Proteger el derecho de inversionistas y grupos de interés.
- Captar capitales buscando siempre el trato igualitario y la protección de los derechos para todos los accionistas.
- Transparentar la información y comunicación informática de la compañía.
- Definir las responsabilidades del Directorio.

Como parte de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo, la compañía mantiene varios comités con una estructura definida para mantener el correcto funcionamiento de cada área analizada. Los comités que mantiene la compañía son:

Comité Ejecutivo: Se reúne semestralmente para revisar la conducción general de cada área estratégica de la empresa,

aprobación de presupuestos, planes estratégicos y toma de decisiones de inversión.

**Comité Financiero:** Establece las políticas, procedimientos y estrategias financieras, analiza la conducción financiera / contable y da seguimiento a la adopción de normas obligatorias vigentes y de cumplimiento tributario.

Comité de Crédito: Establece nuevas políticas y requisitos para otorgar créditos analizando las garantías necesarias para su aprobación, analiza límites de crédito, planes de pago y planteamientos de clientes.

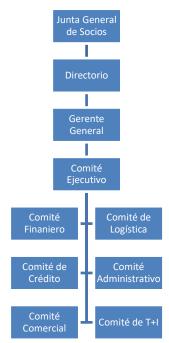
**Comité Comercial:** Se encarga de proponer y autorizar la introducción de nuevos productos, modificaciones a productos existentes, revisar campañas de mercadeo destinadas al plan de ventas y dar seguimiento al servicio post venta y fidelización a través de Call-Center.

**Comité de Logística:** Analiza, define y aprueba las políticas que afecten a la cadena de abastecimiento, distribución e inventarios, modificaciones a ruteros y territorios cubiertos por distribución, distribución a la bodega central y regional.

**Comité Administrativo:** Se encarga de velar por contar con un personal competente y comprometido, control de activos fijos y revisar el manejo administrativo de los locales a nivel nacional.

Comité de Tecnología e Información: Se encarga de implementar y optimizar la tecnología de la información y de la comunicación, resguardar la información, mantener una correcta aplicación del sistema operativo, apoyar con el soporte técnico de la compañía, supervisar el desarrollo de software, mantener respaldos de información y planes de contingencia.

CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA LTDA. implementó una estructura bien definida del Gobierno Corporativo, con una jerarquía formalizada para optimizar su funcionamiento y mantener los procesos ordenados.



**Gráfico 2:** Estructura y funcionamiento del Gobierno Corporativo. **Fuente:** CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA.LTDA.; **Elaboración:** Global Ratings

Adicionalmente, la compañía cuenta con un departamento de auditoria interna como parte de la implementación de un sistema de Control Interno que hace una revisión exhaustiva de los procesos y del cumplimiento de las normas establecidas. Las funciones de este departamento son:

- Identificar, analizar y evaluar de manera independiente y objetiva los riesgos que pudieran afectar los objetivos, operaciones y recursos de la Organización.
- Controlar el uso eficiente de los recursos.
- Minimizar las posibilidades de fraude y error.
- Incrementar la eficacia y eficiencia operativa, dar valor agregado a los procesos y mejorar las operaciones de la organización
- Auditar cuatro puntos estratégicos: comercialización, satisfacción del cliente, talento humano y procesos.
- Auditar el sistema de gestión de seguridad y salud ocupacional.
- Optimizar la calidad de la información económica, financiera y operativa.
- Evaluar la razonabilidad, oportunidad y confiabilidad de la información.
- Evaluar el cumplimiento de políticas, planes, procedimientos, normas, reglamentos, leyes, regulaciones y contratos.
- Evaluar y salvaguardar los activos de la empresa.
- Desarrollar y mantener un entorno o ambiente de control adecuado

Con todo lo expuesto en este acápite, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en Numeral 4, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía está trabajando adecuadamente para asegurar procesos de control y transparencia de la información con el fin de proteger los intereses de la empresa.

La compañía mantiene vigente un Código de Ética donde se encuentran plasmados los estándares de conducta de negocios de CORPORTACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. El objetivo de este código es que sea utilizado como herramienta y guía para los colaboradores de la compañía para orientarse el desarrollo de relaciones laborales, personales y con terceros ajenos a la compañía. Los principales temas tratados son: respeto, entre colaboradores, evitar situaciones de acoso político, religioso y/o sexual, relaciones con proveedores y clientes, manejo de información confidencial, entre otros.

En cuanto a Responsabilidad Social, CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. se enfoca en el cuidado del medio ambiente y busca reducir su impacto a éste en todos los procesos del que forma parte. En este aspecto, incentivan la comercialización de materiales y productos que tengan un menor impacto negativo sobre el medio ambiente. Asimismo, incentivan las ventas de productos socialmente responsables, como micronegocios para ayudar con el desarrollo sostenible de familias de escasos recursos, para ayudarles a generar ingresos para su economía familiar.

A la fecha del presente informe, la compañía presenta dos procesos judiciales. Uno inició en junio de 2018 y el otro en septiembre del mismo año y ambos suman un monto total de USD 5.129,32. Ambos procesos tienen como causa indemnización por despido. Ambos procesos se encuentran en estado activo, en uno la compañía aun no ha sido citada a declarar y el otro está en proceso de contestar a la demanda.

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 instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales con montos representativos, 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 a, Numeral 1, Artículo 19, 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

#### **OPERACIONES Y ESTRATEGIAS**

La compañía tiene como actividad principal la importación, distribución, comercialización y venta de bienes y productos relacionados con electrodomésticos, motocicletas y computadoras. Entre las principales líneas de la compañía están:

- Línea blanca: cocinas, Refrigeradoras, lavadoras, secadoras, aires acondicionados etc.
- Línea café: Televisores LED y LCD, equipos de música, audio etc.
- Línea automotriz: Motocicletas Shineray y Bultaco.
- Línea de computadoras.
- Línea de celulares.
- Otras líneas menores

La principal línea de la compañía es la línea blanca, donde sus principales productos son la venta de refrigeradoras, cocinas, lavadoras y secadoras. Un detalle de la participación de las ventas por línea de producto es el siguiente:

LÍNEA	PARTICIPACIÓN
Blanca	34,90%
Automotriz	27,77%
Café	20,21%
Celulares	7,26%
Computadores	6,46%
Otras líneas	3,40%
Total	100,00%

**Gráfico 30:** Participación de líneas de productos (%) **Fuente:** CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.; **Elaboración:**Global Ratings

Dentro de los productos que la compañía comercializa, se encuentran marcas como: Mabe, Indurama y Global a nivel nacional las cuales son producidas por Induglob S.A. También es distribuidora e importadora directa de las más prestigiosas marcas de electrodomésticos de línea café como Sony, LG, Samsung, Panasonic, Black & Decker. Además, ha incursionado en la comercialización de motos, a través de las marcas Shineray y Bultaco, teléfonos celulares de las compañías de la industria de telecomunicaciones más grandes del país y equipos de tecnología como computadores portátiles, de escritorio, tablets, cámaras digitales y filmadoras con sus respectivos accesorios.

A partir de este año, la compañía dejó de comercializar de las cocinas de inducción que formaban parte del programa de Eficiencia Energética del Ministerio de Electricidad. Anteriormente comercializaba las marcas: Cocinas Ecogas Elecktra, Ecogas Ivanna, Ecogas Safira, Indurama Andalucía, Indurama Hamburgo e Indurama EI-3PV.

En la actualidad la compañía cuenta con 64 puntos de venta a nivel nacional de los cuales 7 operan en locales propios, distribuidos en 15 provincias, los mismos que se detallan en el cuadro adjunto:

PROVINCIA	PROPIO	ARRENDADO	TOTAL
Guayas	3	24	27
Azuay	1	6	7
Pichincha	1	5	6
Los Ríos		5	5

PROVINCIA	PROPIO	ARRENDADO	TOTAL
Manabí	1	5	6
El Oro	1	2	3
Santo Domingo		2	2
Bolívar		1	1
Cañar		1	1
Chimborazo		1	1
Cotopaxi		1	1
Napo		1	1
Pastaza		1	1
Santa Elena		1	1
Tungurahua		1	1
Total	7	57	64

Tabla 7: Principales puntos de venta

Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.; Elaboración: Global Ratings

La compañía ofrece a sus clientes plazos de crédito de hasta 24 meses para facilitar la compra de sus productos. El modelo de negocio de CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. basa sus ventas en dos tipos diferentes que son:

- Las ventas al detalle: 88,25% de las ventas totales.
- Las ventas al por mayor: 11,75% de las ventas totales.

Al ser la mayor parte de sus ventas al detalle, la compañía carece de concentración de cartera al estar divididas sus cuentas por cobrar entre varios clientes pequeños. Sin embargo, la compañía mantiene una política rigurosa de cuentas por cobrar para garantizar niveles pequeños de incobrabilidad. Este proceso se denomina Procedimiento de Asignación y Recuperación de Cartera. Este proceso se encuentra dividido en siete pasos de acuerdo con el vencimiento de la cartera:

- De 1 a 30 días.
- De 31 a 60 días.
- De 61 a 90 días.
- De 91 a 240 días.
- De 241 a 360 días.
- De 361 a 1080 días.
- Más de 1080 días.

Una vez divididos los plazos de cartera, se segmenta la cartera por ciudad entre: Quito, Guayaquil, Cuenca y el resto de las ciudades del Ecuador para que el equipo de cobranzas efectúe el seguimiento a los clientes y de acuerdo con el plazo de vencimiento se toman diferentes acciones. Este proceso de cobranza se resume de la siguiente manera:

#### De 1 a 30 días:

El primer día de vencimiento de cartera, el proceso pasa al área de Contact Center (área de contacto al cliente) donde se trata de localizar al cliente por llamada telefónica. Si no se logra contactarlo o no se logra un compromiso de pago a los 5 días de mora, el proceso pasa al cobrador/verificador de 1-30 días los cuales se encargan de hacer visitas domiciliarias.

#### De 31 a 90 días:

Si no hay resultados positivos, el proceso pasa a formar parte de la cartera vencida de hasta 90 días donde se repite el proceso de Contact Center y visita domiciliaria. En caso de no existir una gestión positiva, se trata de localizar al cliente en otros puntos como: en su trabajo, con sus garantes, a través de referencias, avisos escritos por tramo y se corre un proceso automático que reporta al Buró de crédito información positiva y negativa del cliente.

#### Más de 90 días:

En caso de que no haya resultados positivos hasta este punto, el proceso pasa a formar parte de la cartera vencida de 91 a 1080 días o más, donde se hace una gestión telefónica más intensa, se envían mensajes SMS al celular con recordatorios y se hacen visitas domiciliarias nuevamente. A partir de este momento se procede a tomar acciones legales como el inicio de avisos prelegales a clientes que tienen una mora mayor a 90 días y pagos mayores a USD 1,00.

En cuanto a los proveedores de la compañía, los tres principales suman una participación de 58,24% del total de las compras y son los siguientes:

PROVEEDOR	PARTICIPACIÓN
Motorcycle Assembly Line of Ecuador S.A. MASSLINE	29,88%
Alphacell S.A.	15,29%
Mabe Ecuador S.A.	13,07%
INDUGLOB S.A.	12,80%
Importadora Tomebamba S.A.	10,66%
Comercializadora Inter Trade INTERTRADECOM S.A.	2,00%
Otros proveedores con participación menor al 2%	16,30%
Total	100.00%

Tabla 8: Principales proveedores
Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.; Elaboración: Global
Ratings

Los tres principales proveedores de la compañía tienen una participación significativa de las compras, pudiendo existir un riesgo de concentración. Sin embargo, este riesgo se mitiga a través de la compra de varios productos a estos proveedores, con lo que no depende de una sola línea de producto ni de una sola negociación.

Por otro lado, el pago a sus proveedores se realiza de acuerdo con los plazos negociados con cada uno de ellos individualmente pero oscilan entre 30 y 120 días para proveedores locales y de 45 y 60 días para proveedores del exterior, cuando se realizaban compras en el extranjero. Solamente con dos proveedores, MASSLINE S.A. e Importadora Tomebamba S.A., mantienen plazos de crédito de hasta 180 días por la relación comercial que han mantenido a lo largo de los años.

Cuando la compañía comercializaba cocinas de inducción, se mantuvo un acuerdo de pago con los proveedores de éstas, donde la compañía procederá con la cancelación de las cuentas por cobrar una vez el Gobierno acredite los valores que le adeuda a CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA LTDA. Desde mediados del año 2018, la compañía dejó de comercializar cocinas de inducción.

Es importante mencionar que, desde el año 2014, la compañía adoptó una estrategia de compensación al producto importado,

introduciendo nuevas líneas de productos como muebles, neumáticos y colchones, que son fabricados en Ecuador, por lo que año tras año se ha ido reduciendo el número de proveedores extranjeros y actualmente todas sus compras son realizadas a nivel nacional.

CORPORACIÓN JARRIN HERRERA CÍA. LTDA. no tiene una política de inversiones definida. Estas varían de acuerdo con la necesidad de la empresa y a diferentes variables como la coyuntura económica del país y a los cambios en las políticas arancelarias y tributarias.

La compañía mantiene una política de precios basada en la competitividad del mercado, donde se negocian los precios con los proveedores a partir de los márgenes ya acordados entre las marcas. La compañía ofrece su propuesta comercial donde buscan negociar para contar con los precios más competitivos posibles para su segmento de mercado.

Las principales fuentes de financiamiento que utiliza la compañía son el sistema financiero a través de créditos de corto y largo plazo y el mercado de valores, donde ha emitido dos obligaciones hasta el momento. Adicionalmente, la compañía ha recurrido a la venta de cartera para financiar sus actividades.

Las estrategias que tiene la compañía para el corto y mediano plazo son las siguientes:

- La apertura de agencias en las ciudades donde actualmente no tienen presencia.
- Mantener la compra de productos importados a proveedores nacionales y ampliar el portafolio de productos de procedencia nacional.
- Mantener los plazos de crédito que actualmente otorgan a sus clientes hasta 24 meses.
- Mantener los niveles de recuperación de cartera con una mejor cobrabilidad y un constante monitoreo.
- Lanzar campañas y promociones agresivas de los productos en épocas especiales como: el Día de la Madre, Viernes Negro y Navidad.
- Realizar una nueva emisión de obligaciones.

El análisis FODA es una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, evidenciando los aspectos más relevantes, tanto positivos como negativos, así como factores externos e internos, de acuerdo con su origen. Un análisis FODA para CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. se presenta a continuación:

#### **FORTALEZAS DEBILIDADES** Cultura de medición y el análisis de datos. Potenciación de toma de decisiones en equipo. Búsqueda constante del MIX óptimo de productos que garanticen una mayor rentabilidad de la operación en del los próximos años. Creación. potenciación comunicación de campañas y políticas diferenciadoras para aprovechar las oportunidades

- Manejo de quejas reclamos.
- Falta de generación de estrategias de fidelización de los clientes.
- Falta de CRM para obtener la mejor información posible mercado potenciales clientes.

# **AMENAZAS**

Mantenerse a la cabecilla en productos innovadores demanda el mercado.

**OPORTUNIDADES** 

del mercado.

- Expandirse а zonas no explotadas y penetrar en mercados actuales.
- Aprovechar eventos que potencialicen ventas.
- Buscar nuevas políticas de ganar-ganar con proveedores.
- Incursión de nuevas cadenas internacionales electrodomésticos.
- Contracción de la economía.
- Aumento del riesgo país.
- Alta competitividad del mercado.

Tabla 9: FODA

Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRAR CÍA.LTDA.; Elaboración: Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 2, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada posición frente a sus clientes, proveedores, manejando portafolios diversificados, mitigando de esta manera el riesgo de concentración. A través de su orientación estratégica pretende mantenerse como referente en el sector donde desarrolla sus actividades.

# PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. mantiene vigente la Segunda Emisión de Obligaciones, la presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

EMISIÓN	AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Fideicomiso Titularización de Flujos JAHER CÍA. LTDA.	2011	Q.IMV.2011. 5796	USD 13.000.000	Cancelado
Primera Emisión de obligaciones JAHER CÍA. LTDA.	2015	SCVS.INMV.D NAR.15.0005 376	USD 7.000.000	Cancelado
Segunda Emisión de obligaciones JAHER CÍA. LTDA.	2017	SCVS.INMV.D NAR.2017.00 020606	USD 15.000.000	Vigente
-	-1-1-40	D		

Tabla 10: Presencia Bursátil Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. en circulación en el Mercado de Valores.

EMISIÓN	DIAS BURSÁTILES	NUMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO
Fideicomiso Titularización de Flujos JAHER CÍA. LTDA.	105 días	31	USD 13.000.000
Primera Emisión de obligaciones JAHER CÍA. LTDA.	237 días	10	USD 3.139.580
Segunda Emisión de obligaciones JAHER CÍA. LTDA.	24 días	24	USD 15.000.000

Tabla 11: Liquidez de presencia bursátil Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

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 19, 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.

# RIESGOS Y DEBILIDADES ASOCIADOS AL NEGOCIO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 19, 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., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio que permite mitigar este 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 ventas a personas naturales y personas jurídicas privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones de venta pactadas.
- Las regulaciones comerciales, como los cupos o las normas INEN al momento de realizar la importación de los diferentes productos, presentan una barrera pudiendo afectar la venta de los distintos productos. CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. mitiga este riesgo realizando directamente los trámites de nacionalización para evitar retrasos y complicaciones en la aduana.
- Alrededor del 88% de las ventas de CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. son realizadas a crédito, pudiendo incurrir en un incumplimiento en los cobros y, por lo tanto, inconvenientes en la generación de caja. Con la finalidad de reducir el riesgo y tener una mayor diversificación, la compañía cuenta con adecuadas políticas de crédito y con un análisis detallado del cliente. Asimismo, cuenta con un estricto proceso de cobranza a través del que se garantiza un bajo porcentaje de incobrabilidad.
- Existe riesgo laboral debido al alto número de empleados que tiene la compañía. Este riesgo se mitiga con las políticas laborales de la compañía basadas en

entrenamiento y cercanía con el personal, que se ajustan a la normativa laboral vigente.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 19, 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., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son principalmente: inventarios, cuentas por cobrar y propiedad, planta y equipo. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados, por su naturaleza y tipo. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios pueden verse afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con varias pólizas de seguros que mantienen sobre: (a) propiedad, planta y equipo que ofrecen cobertura de USD 21,03 millones para casos de: incendio, robo, asalto, pérdida, daño, entre otros y (b) póliza sobre inventarios que ofrecen cobertura de USD 23,00 millones para casos de: daños, movilización, transporte, sabotaje, motín, huelga, etc. Las aseguradoras con las que mantiene estas pólizas son: Vaz Seguros S.A. y Chubb Seguros Ecuador S.A.
- Al ser el 7,40% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que éstos 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. Asimismo, la póliza de seguros, mencionada anteriormente, que ofrece una cobertura de USD 23,00 millones también mitiga el riesgo.
- 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 empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene. Adicionalmente, la compañía mitiga este riesgo a través de un análisis riguroso de los clientes a los que se les ofrece crédito y a través de un intensivo proceso de recuperación de cartera con lo que aseguran de mayor manera su cobranza.
- 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 pérdida de información.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 19, 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 CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. no se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas, por lo que no existen riesgos asociados a ellos.

# Análisis Financiero

El informe de calificación se realizó con base a los Estados Financieros auditados bajo NIIF para los años 2015 auditados por ABADHEL Contralores Independientes, 2016 auditados por TAXGOLD Auditores Cía. Ltda. y 2017 auditados por KSI Attesting Cía. Ltda. El último informe de auditoría no contiene observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. Además, se analizaron los Estados Financieros no auditados al 31 de diciembre de 2018.

CUENTAS	2015	2016	2017	2018
Activo	52.530,57	58.798,70	63.991,11	81.233,17
Activo corriente	41.394,49	48.396,23	53.071,48	69.206,91
Activo no corriente	11.136,08	10.402,47	10.919,63	12.026,26
Pasivo	36.914,25	42.224,67	46.969,86	60.996,12
Pasivo corriente	34.838,22	36.309,98	32.638,84	48.536,15
Pasivo no corriente	2.076,03	5.914,69	14.331,02	12.459,97
Patrimonio	15.616,32	16.574,03	17.021,24	20.237,05
Capital Social	11.061,75	11.061,75	11.061,75	11.061,75
Ventas	53.180,04	49.602,03	65.851,18	75.789,35
Costo de ventas	33.381,40	30.272,28	38.370,26	42.506,80
Utilidad neta	596,02	2.063,10	1.263,62	3.215,61

Tabla 12: Principales cuentas (miles USD)

Fuente: Estados Financieros auditados 2015-2017 e internos diciembre 2018; Elaboración: Global Ratings

#### **ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES**

# Ventas y Costo de Ventas



Gráfico 31: Evolución ventas vs crecimiento de ventas (%)
Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a diciembre
2018:

Elaboración: Global Ratings

Del año 2015 al 2018, las ventas mostraron un comportamiento creciente. En el 2015 se registraron ventas por un monto de USD 53,18 millones y para el 2018 alcanzaron un valor de USD 75,78 millones. Dentro de esta tendencia el año 2016, producto de la recesión económica y de la caída del consumo nacional, tuvo una reducción en ventas de 6,73% (USD 3,57 millones). Para el 2017, las ventas crecieron 32,76% frente al 2016 (USD 16,24 millones). El incremento en ventas del 2017 se atribuye a la estrategia de ventas agresiva que consistió en: (a) la apertura de puntos de venta para ganar presencia de mercado y cercanía con el cliente,

(b) promociones y ventas agresivas en fechas especiales como Navidad y Viernes Negro y (c) aumento de ventas de productos con mayor demanda en el mercado y con mayor margen de ganancia como las motocicletas y productos de línea blanca. Consecuentemente, para el cierre del 2017 las motocicletas Shineray y los productos Samsung tuvieron ventas superiores en USD 2 millones cada uno; las ventas de los productos Mabe se incrementaron en USD 9 millones.

PRINCIPALES MARCAS	MONTO	PARTICIPACIÓN
Shineray	11.502,11	17,47%
Mabe	11.117,26	16,88%
Indurama	10.777,95	16,37%
LG Electronics	4.627,10	7,03%
Celulares - varios	3.843,51	5,84%
Samsung	2.551,39	3,87%
HP	1.814,13	2,75%
Doppio	1.625,72	2,47%
Otras con ventas menores a USD 1,5 millones	17.992,01	27,32%
Total	65.851.18	100.00%

**Tabla 32**: Detalle de ventas por marca al año 2017 (miles USD) **Fuente**: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA.LTDA.; **Elaboración**: Global Ratings

Para el año 2018, las ventas de la compañía crecieron 15,09%, (USD 9,93 millones) en relación al año anterior debido a la misma

estrategia de venta agresiva del año pasado. El objetivo principal de esta estrategia fue aumentar la participación de mercado y mantener un crecimiento sostenido a lo largo del tiempo.

LÍNEA	MONTO (USD)	PARTICIPACIÓN
Blanca	26.450.483,42	34,90%
Automotriz	21.046.702,71	27,77%
Café	15.317.027,79	20,21%
Celulares	5.502.306,87	7,26%
Computadores	4.895.992,06	6,46%
Otras líneas	2.576.837,93	3,40%
Total	75.789.350,77	100,00%

**Tabla 33:** Detalle de ventas por línea de producto al año 2018. **Fuente:** CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA.LTDA.; **Elaboración:** Global Ratings

Para el cierre del 2016, el costo de ventas varió negativamente en 9,31% frente al 2015 (USD 3,10 millones). Para el año 2017, el costo de ventas creció 26,75% y para el 2018 creció 10,78%. Cabe recalcar que el costo de ventas fue optimizándose año tras año,

ya que, para el 2015 la participación del costo de ventas sobre las ventas fue de 62,77% y para el 2018 este porcentaje fue de 56,09% lo que evidencia la estrategia de comercialización de productos con mayor margen de ganancia.

PROVEEDOR	MONTO (USD)	PARTICIPACIÓN
Motorcycle Assembly Line of Ecuador S.A. MASSLINE	12.701.030,51	29,88%
Alphacell S.A.	6.499.289,04	15,29%
Mabe Ecuador S.A.	5.555.638,18	13,07%
INDUGLOB S.A.	5.440.869,83	12,80%
Importadora Tomebamba S.A.	4.531.224,40	10,66%
Comercializadora Inter Trade INTERTRADECOM S.A.	850.135,91	2,00%
Otros proveedores con participación menor al 2%	6.928.607,67	16,30%
Total	42.506.795,54	100,00%

**Tabla 34:** Detalle de costo de ventas por proveedor al año 2018. **Fuente:** CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA.LTDA.; **Elaboración:** Global Ratings

# Resultados

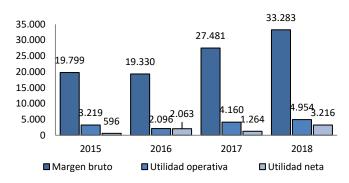


Gráfico 35: Evolución utilidad (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a diciembre 2018; Elaboración: Global Ratings

El margen bruto de la compañía ha presentado una mayor participación sobre las ventas año tras año producto de la optimización del costo de ventas mencionada anteriormente, pasando de un porcentaje de 37,23% en el 2015 a uno de 43,91% en el 2018. Para los años 2017 y 2018 este margen creció USD 8,15 millones y USD 5,80 millones respectivamente por el crecimiento en ventas de dichos años.

La utilidad operativa de la compañía mantuvo una participación sobre las ventas de alrededor del 6,00% históricamente, a excepción del año 2016, donde este porcentaje fue de 4,23%. Esto se debe a que entre los año 2015 y 2016, los gastos administrativos y de ventas se mantuvieron estables, provocando la reducción de la utilidad operativa en 34,89% por la caída en ventas. Sin embargo, para los año 2017 y 2018, los gastos de ventas crecen 41,23% y 27,75% respectivamente producto de la estrategia agresiva en ventas que llevó al incremento de gastos de: publicidad, marketing, comisiones, sueldos, etc. No obstante,

la utilidad operativa igualmente creció debido al incremento de las ventas.

Es importante mencionar que, los gastos de venta para el año 2018 crecieron 27,75% frente al 2017debido a la provisión realizada de cuentas incobrables aplicando la NIIF 9 que entró en vigor en enero de 2018. Asimismo, los mayores esfuerzos de venta para aumentar participación de mercado elevaron estos gastos.

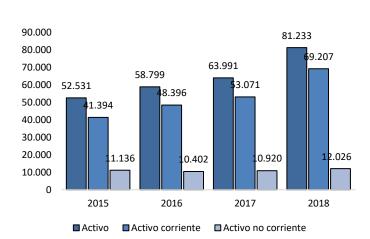
La utilidad neta creció en USD 1,46 millones para el cierre del año 2016 frente al 2015 producto del ingreso generado por la venta de activos fijos, evidentemente este impacto se produce extraordinariamente para ese año. En el 2017 2017, la utilidad neta retomó su comportamiento normal.

Para el año 2017, la utilidad neta decreció 38,75% (USD 799 mil menos) debido a los menores ingresos no operacionales, y por el incremento del gasto de impuesto a la renta en USD 998 mil. El incremento del gasto del impuesto a la renta se debe a que hubo mayores gastos no deducibles producto de una mayor estimación de deterioro de cartera por USD 1,88 millones, bonos de eficiencia por USD 460 mil, varios gastos no deducibles por USD 129 mil y multas e intereses del Servicio de Rentas Internas por USD 6 mil.

Para el año 2018, la utilidad neta alcanzó un monto de USD 3,21 millones sin aún contabilizar la participación de trabajadores ni el gasto por impuesto a la renta. Incrementando en 19,38% frente al año anterior, se espera que al liquidar el balance el nivel de utilidad neta de diciembre 2018 presente crecimiento.

# **ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA**

# **Activos**



**Gráfico 36:** Evolución del activo (miles USD) **Fuente:** Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a diciembre 2018; **Elaboración:** Global Ratings

Los activos totales de la compañía mostraron una tendencia creciente del año 2015 al 2018, con un monto de USD 52,53 millones en el 2015 y uno de USD 81,23 millones en el 2018. Este crecimiento se atribuye principalmente al incremento de los activos corrientes. Para el 2018, los activos totales estaban compuestos en 85,20% por activos corrientes y en 14,80% por activos no corrientes.

Los activos corrientes crecieron constantemente desde el año 2015 al 2018 principalmente por el aumento de las cuentas por cobrar y los inventarios. Para el año 2016, los activos corrientes crecieron 16,91% frente al 2015. En el 2017, los activos corrientes crecieron 9,66% frente al 2016. Y para el 2018, crecieron 30,40%.

En el 2018, las principales cuentas que componen los activos corrientes fueron: las cuentas por cobrar comerciales y los inventarios. Hubo importantes variaciones en las cuentas de efectivo y sus equivalentes que se redujeron en USD 1,66 millones y en las inversiones temporales que disminuyeron USD 1,55 millones en el año 2017 frente al año 2016. Para el 2018, crecieron USD 3,53 millones y USD 969 mil respectivamente debido a la mayor liquidez del periodo.

Las cuentas por cobrar comerciales crecieron constantemente y fueron responsables de la mayor parte del incremento de los activos corrientes, influenciadas por el comportamiento creciente de las ventas. Pasaron de un monto de USD 27,47 millones en el 2015 a USD 48,08 millones en el 2018. En el año 2017, las cuentas por cobrar comerciales se incrementaron en USD 3,89 millones (12,13%). Igualmente para el 2018, las cuentas por cobrar comerciales crecieron USD 12,11 millones (33,67%). Este incremento se debe a que las ventas a crédito crecieron y representaron el 88% del total de las ventas en el 2018, mientras que, este porcentaje en el 2017 fue de 77%.

La compañía ha logrado mantener una adecuada recuperación de cartera con el incremento de las ventas a diciembre 2018 gracias a la gestión del departamento de cobranza. Además, mantuvieron un saldo de provisión de cuentas incobrables de USD 4,99 millones, cubriendo el 100% de la cartera vencida mayor a 360 días.

PLAZO	MONTO (USD)	PARTICIPACIÓN
Corrientes	44.917.023,50	93,40%
Vencidas 1-30 días	291.065,39	0,61%
31-60 días	260.285,66	0,54%
91-180 días	825.663,89	1,72%
181-360 días	2.089.446,38	4,34%
Más de 360 días	4.695.749,12	9,76%
Provisión de incobrables	-4.990.470,94	-10,38%
Total	48.088.763.00	100.00%

**Tabla 37:** Vencimiento de cartera a diciembre 2018. **Fuente:** Estados Financieros auditados 2017; **Elaboración:** Global Ratings

Los inventarios de la compañía mostraron un crecimiento constante del año 2015 al 2017, alcanzando un monto de USD 4,31 millones para el 2015 y de USD 8,79 millones para el 2018. Este crecimiento constante y paulatino se debe a la apertura de los nuevos puntos de venta, que tuvieron que abastecerse con mayor cantidad de productos y por el aumento de las ventas año tras año. Sin embargo, para el cierre del año 2018, la cuenta de inventarios decreció 31,59% frente al 2017, que son USD 2,77 millones menos ya que con el abastecimiento de los nuevos locales en el 2017, el nivel de inventarios fue reducido y recuperado a niveles normales para el 2018. Consecuentemente, fueron reducidos los días de inventario de la compañía para el 2018 recuperando los niveles normales vistos en el 2015 y 2016.

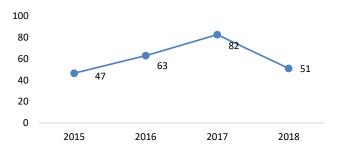


Gráfico 38: Índice de días de inventario

Fuente: Estados Financieros auditados 2015 - 2017 e Internos diciembre

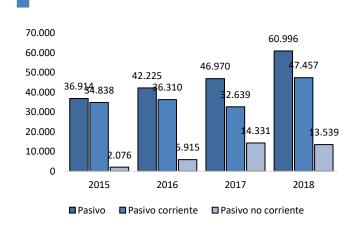
2018; Elaboración: Global Ratings

Para el cierre del 2017, el saldo de cuentas por cobrar a compañías relacionadas fue de USD 660.388, valor que representó el 1,03% del total de activos, siendo en este año donde el saldo de esta cuenta alcanzó su máximo. De esta cuenta, USD 660 mil estuvo compuesto por un anticipo dado a Metálica del Sur METSUR Cía. Ltda. y corresponde a la venta de un bien inmueble. Para el año 2018, no se registró ninguna cuenta por cobrar con compañías relacionadas.

Los activos no corrientes se mantuvieron estables desde el 2015 con una variación promedio de 7,23%. Para el cierre del año 2016, los activos no corrientes se redujeron en 6,59% frente al 2015 y para el 2017 se incrementaron 4,97% frente al año anterior. Para el 2018 hubo un crecimiento de 10,13% frente el año anterior. El comportamiento de los activos no corrientes fue influenciado en su mayoría por la cuenta de propiedad, planta y equipo debido a que es la principal cuenta de ellos y las fluctuaciones mencionadas son influenciadas por la depreciación y por la apertura de nuevos puntos de venta de la compañía.

La cuenta de propiedad planta y equipo se comportó de forma estable, con una variación positiva promedio de 4,13% desde el año 2015. Para el 2016, esta cuenta varió negativamente en 6,69% producto de la depreciación del año. Pero para los años 2017 y 2018 aumentaron 6,00% y 13,07% respectivamente debido al incremento de los puntos de venta de la compañía con lo que compraron muebles y equipos para su operación.

# **Pasivos**



**Gráfico 39:** Evolución del pasivo (miles USD) **Fuente:** Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a diciembre 2018; **Elaboración:** Global Ratings

Los pasivos totales de la compañía presentaron un comportamiento creciente desde el año 2015 pasando de un monto total de USD 36,91 millones en el 2015 a USD 60,99 millones al 2018. Los pasivos totales estuvieron compuestos en 77,80% por pasivos corrientes y en 22,20% por pasivos no corrientes. La compañía demostró una mayor financiación de largo plazo para el 2018, ya que, en el 2015 los pasivos corrientes representaron el 94,38% del total de pasivos.

Los pasivos corrientes tuvieron fluctuaciones desde el año 2015 influenciado por la variación de las cuentas de obligaciones financieras y cuentas por pagar comerciales que fueron cambiantes. Para el 2016 variaron positivamente en 4,22% frente al 2015, en el 2017 decrecieron en 10,11% frente al 2016 y para el 2018 crecieron 45,40% frente al año anterior. Las principales cuentas que compusieron a los pasivos corrientes en el año 2018 fueron: las cuentas por pagar comerciales, los intereses diferidos, las obligaciones financieras y la cuenta de emisión de obligaciones.

Las cuentas por pagar comerciales tuvieron una tendencia creciente desde el año 2015 producto del aumento constante de las compras influenciadas por la mayor demanda de productos. Estas cuentas pasaron de un monto de USD 7,98 millones en el 2015, a uno de USD 23,11 millones para el 2018. Para el último

año, esta cuenta tuvo una participación de 37,89% del total de pasivos.

Cabe recalcar que, las compras a proveedores nacionales fueron incrementando su porcentaje de participación año tras año, hasta que, en el año 2018 se erradicaron las compras a proveedores extranjeros para reducir costos de importación y transporte. Asimismo, con esta estrategia la empresa ha ampliado su portafolio de productos y ha logrado mejorar los plazos de pago a proveedores, ya que los proveedores nacionales le dan un plazo de 30 a 120 días, plazo mayor al de los proveedores internacionales. Los días de pago a proveedores de la compañía son menores que los días de cartera, lo que indica que la compañía requiere de financiamiento externo para el pago de sus proveedores.



Gráfico 40: Días de pago vs. días de cartera.

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a diciembre 2018: Elaboración: Global Ratings

Para el año 2018, se registró un valor de USD 5,94 millones por intereses por venta diferido, cuenta que aparece en el estado de situación financiera debido a la implementación de la NIIF 15 donde detalla que este tipo de ingresos deben ser reconocidos al momento de ser devengados.

Las obligaciones financieras decrecieron del año 2015 al 2017. Para el cierre del 2017, las obligaciones financieras decrecieron un 94,35% por la cancelación de las obligaciones bancarias que tenía la compañía. Por esta razón la cuenta de obligaciones financieras pasó de representar el 29,42% del total de pasivos en el 2016 al 1,49% el 2017. Sin embargo, dada la cancelación de la Segunda Emisión de Obligaciones, para el 2018 la compañía incrementó sus

obligaciones financieras en USD 4,80 millones para financiamiento de capital de trabajo.

INSTITUCIÓN	PARTICIPACIÓN
Produbanco S.A. Grupo Promérica	19,93%
Banco Bolivariano C.A.	43,13%
Corporación Financiera Nacional	10,71%
Banco Pichincha C.A.	2,80%
Terrabank N.A.	23,42%
Total	100 00%

**Tabla 41:** Composición de obligaciones corrientes a diciembre 2018 **Fuente:** CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.; **Elaboración:** Global Ratings

La cuenta de emisión de obligaciones tuvo un crecimiento de USD 1,89 millones en el 2016 debido a la porción corriente de la Primera Emisión de Obligaciones emitida en el año 2015. A partir del año 2016 hasta el 2018, esta cuenta fue estable manteniéndose en montos de alrededor de los USD 4,40 millones.

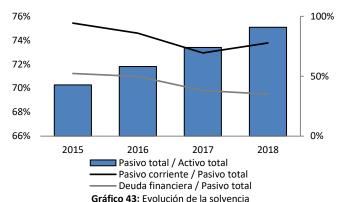
Los pasivos no corrientes de la compañía tuvieron un crecimiento constante del año 2015 al 2017, pasando por un monto de USD 2,07 millones en el 2015 a USD 14,33 millones en el 2017. Para el 2018, los pasivos no corrientes se redujeron en USD 792 mil producto de la cancelación de las obligaciones. Las principales cuentas de los pasivos no corrientes fueron la emisión de obligaciones y las obligaciones financieras, que son las principales cuentas responsables de las variaciones mencionadas, que fluctuaron de acuerdo con la necesidad de financiamiento de largo plazo de la compañía.

La cuenta de emisión de obligaciones creció constantemente del año 2015 al 2017, pasando por un monto de USD 992 mil en el 2015 a USD 11,56 millones en el 2017. El incremento del año 2017 se atribuye a la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones, la cual fue aprobada por un monto de USD 15 millones en agosto del 2017. Mientras que, para el año 2018, esta cuenta se redujo en USD 4,81 millones debido a la cancelación de los valores y a la reestructuración de esta cuenta al pasivo corriente.

Las obligaciones financieras de la compañía presentaron fluctuaciones año tras año. Para el 2016, esta cuenta se incrementó en USD 2,30 millones frente al 2015 debido a la cancelación de los valores de la Primera Emisión de Obligaciones, con lo que pasaron a financiarse con instituciones financieras para su operatividad. Para el año 2017, esta cuenta se redujo en USD 1,69 millones frente al 2016, producto de la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones en el mes de agosto, con lo que dejaron de lado la financiación bancaria en ese año. Y para el año 2018, esta cuenta se incrementó en USD 4,01 millones debido a la cancelación de la emisión de obligaciones vigente, reemplazando este financiamiento con instituciones bancarias.

INSTITUCIÓN	PARTICIPACIÓN
Banco Bolivariano C.A.	4,26%
Corporación Financiera Nacional	18,96%
Terrabank N.A.	25,15%
Total	48.38%

**Tabla 42:** Composición de obligaciones no corrientes a diciembre 2018 **Fuente:** CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.; **Elaboración:** Global Ratings



Fuente: Estados financieros auditados 2015 – 2017 e internos a diciembre 2018: Elaboración: Global Ratines

A cierre de diciembre 2018, la deuda con costo financiero alcanzó el 35,06% de los pasivos totales, de tal manera que los pasivos pasaron a financiar el 75,09% de los activos de la compañía, apalancándose en mayor medida con proveedores.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. con la información antes señalada ha verificado que el Emisor ha cancelado oportunamente los compromisos pendientes propios de su giro de negocio, según lo establecido en el Literal a, Numeral 1, Artículo 19, 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.

# **Patrimonio**



Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a diciembre 2018; Elaboración: Global Ratings

El patrimonio de la compañía tuvo una tendencia creciente desde el año 2015. Pasando por un monto de USD 15,61 millones en el 2015 a USD 20,23 millones en el 2018.

Cabe recalcar que el capital social de la compañía se mantuvo inalterado en los cuatro años analizados manteniendo un monto de USD 11,06 millones.

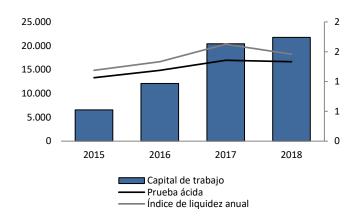
A través de la Junta General Universal de Socios de la compañía que se dio en el mes de abril del 2018, se resolvió el incremento de la reserva facultativa en USD 1,22 millones y de la reserva legal en USD 64 mil provenientes del incremento de utilidades del ejercicio del año 2017. Es importante recalcar que la reserva facultativa creció de un monto de USD 2,36 millones en el 2015, a uno de USD 4,01 millones en el 2018.

El patrimonio estuvo compuesto en el año 2018 por: capital social (54,66%), reserva facultativa (19,84%), resultado del ejercicio (15,89%), resultados acumulados (5,50%) y reserva lega (4,11%).

El incremento del patrimonio fue producto del crecimiento de los resultados del ejercicio en USD 1,95 millones y del incremento de la reserva facultativa mencionado anteriormente.

# PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

El análisis de la combinación de activos corrientes y pasivos corrientes demuestra que el capital de trabajo fue siempre positivo en el periodo analizado, alcanzado los USD 20,43 millones al cierre del periodo fiscal 2017 y un índice de liquidez de 1,63.



**Gráfico 45:** Capital de trabajo e índice de liquidez **Fuente:** Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a diciembre 2018; **Elaboración:** Global Ratings

Para diciembre de 2018 el escenario es similar presentando un capital de trabajo de USD 21,75 millones y un índice de liquidez de 1,46 evidenciando la liquidez suficiente para cubrir las obligaciones financieras y no financieras.

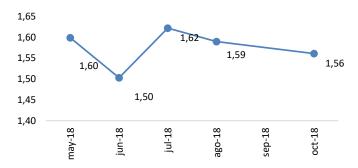


Gráfico 46: Índice de liquidez semestral
Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.; Elaboración: Global
Ratings

El índice de liquidez semestral entre mayo y octubre de 2018 promedia el 1,55, siendo julio su punto más alto (1,62).

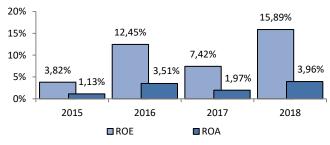


Gráfico 47: ROE – ROA

**Fuente**: Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a diciembre 2018; **Elaboración**: Global Ratings

La rentabilidad sobre los activos y patrimonio presentó un crecimiento constante año tras año producto de la optimización de la utilidad neta. Al cierre de diciembre 2018 estos indicadores presentaron valores positivos, mayores que en periodos anteriores, alcanzado un ROE del 15,90% y un ROA del 3,96% producto de mejores resultados netos.

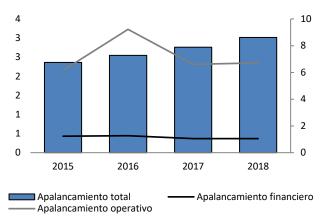


Gráfico 48: Apalancamiento

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 e internos a diciembre y 2018; Elaboración: Global Ratings

El grado de apalancamiento total fue de 276% a diciembre 2017 y de 301% para diciembre 2018, es decir que por cada dólar de patrimonio la compañía tiene USD 3,01 de deuda con sus acreedores. Mientras que el grado de apalancamiento financiero fue de 105% en el 2017 y de 106% a diciembre de 2018 lo que se puede interpretar que, por cada dólar de deuda financiera, la compañía respalda el 94.64% con fondos propios.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 3, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada administración financiera, optimizando sus costos y generando flujos adecuados que, junto a financiamiento externo, permiten un óptimo desarrollo de la empresa considerando que existió un manejo responsable en su endeudamiento al reducir sus pasivos en general.

# **El Instrumento**

Con fecha 01 de junio de 2017, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Socios de CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. y autorizó la Segunda Emisión de Obligaciones por un monto de USD 15.000.000 dividido en tres clases de USD 5.000.000 cada una.

Mediante Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.2017.00020606, expedida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 15 de septiembre de 2017, se aprobó la Emisión y el contenido del prospecto autorizando la oferta pública de las obligaciones de largo plazo.

Desde el 27 de septiembre de 2017 hasta el 23 de octubre de 2017 se colocó la totalidad de la Segunda Emisión de Obligaciones

CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA., motivo por el cual se procedió con las provisiones en el Fideicomiso para el primer pago de los obligacionista a realizarse en diciembre de 2017.

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 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.

		2000				
		CORP	ORACION JARRIN	HERRERA CÍA. LTDA.		
Monto de la emisión	USD 15.000.00	0				
Unidad monetaria	Dólares de los	Estados Unidos de Amé	rica			
	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	Α	USD 5.000.000	1.800 días	8,50%	Trimestral	Trimestral
Caracteristicas	В	USD 5.000.000	1.440 días	8,25%	Trimestral, 2 periodos de gracia	Trimestral
	С	USD 5.000.000	1.080 días	8,00%	Trimestral, 2 periodos de gracia	Trimestral
Tipo de emisión	Títulos desmat	erializados			·	
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de V					e Mercado de Valores
Garanua	y sus normas c	omplementarias.				
Garantía específica	Sí					
Destino de los	Los recursos ca	aptados en virtud del pi	oceso de emisión	de obligaciones se des	stinarán aproximadamente en un 6	7% a reestructuración
	de pasivos fina	incieros y aproximadam	ente en 33% a cap	pital de trabajo, o a cua	alquier otro destino o fin en la form	na que lo determine la
recursos	Gerente de la 0	Compañía.				
Valor nominal	USD 1.000,00					
Base de cálculos de	30/360					
intereses						
Sistema de colocación	Bursátil					

	CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.				
Rescates anticipados	No contempla rescates anticipados.				
Underwriting	No existe contrato de underwriting.				
Estructurador financiero y agente colocador	PICAVAL CASA DE VALORES S.A.				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE.				
Representantes de obligacionistas	AVALCONSULTING CÍA. LTDA.				
	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				
Resguardos	Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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.				
Nesguardos	Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.				
	Reparto de dividendos en efectivo hasta el 50% de los resultados acumulados.				
Resguardos adicionales	Se establece que las obligaciones a remitirse estarán resguardadas por el FIDEICOMISO FLUJOS OBLIGACIONISTAS JAHER constituido mediante escritura pública celebrada el 5 de noviembre del 2015, y que se encuentra bajo la representación legal y administración de la fiduciaria HEIMDALTRUST ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS S.A.				

Tabla 13: Características del instrumento
Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA., Elaboración: Global Ratings

El saldo de capital por pagar al 31 de diciembre de 2018 es de USD 11.179.000, compuesto por:

Clase A: USD 3.750.000.Clase B: USD 3.929.000.Clase C: USD 3.500.000.

Las tablas de amortización siguientes se basan en el monto total que fue colocado:

PERIODO	FECHA VENCIMIENTO	CAPITAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	25/12/2017	5.000	250	106	356	4.750
2	25/03/2018	4.750	250	101	351	4.500
3	25/06/2018	4.500	250	96	346	4.250
4	25/09/2018	4.250	250	90	340	4.000
5	25/12/2018	4.000	250	85	335	3.750
6	25/03/2019	3.750	250	80	330	3.500
7	25/06/2019	3.500	250	74	324	3.250
8	25/09/2019	3.250	250	69	319	3.000
9	25/12/2019	3.000	250	64	314	2.750
10	25/03/2020	2.750	250	58	308	2.500
11	25/06/2020	2.500	250	53	303	2.250
12	25/09/2020	2.250	250	48	298	2.000
13	25/12/2020	2.000	250	43	293	1.750
14	25/03/2021	1.750	250	37	287	1.500
15	25/06/2021	1.500	250	32	282	1.250
16	25/09/2021	1.250	250	27	277	1.000
17	25/12/2021	1.000	250	21	271	750
18	25/03/2022	750	250	16	266	500
19	25/06/2022	500	250	11	261	250
20	25/09/2022	250	250	5	255	-

Tabla 14: Amortización Clase A (miles USD)

Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA.LTDA.; Elaborado: Global Ratings

PERIODO	FECHA VENCIMIENTO	CAPITAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	26/12/2017	5.000		103	103	5.000
2	26/03/2018	5.000		103	103	5.000
3	26/06/2018	5.000	357	103	460	4.643
4	26/09/2018	4.643	357	96	453	4.286
5	26/12/2018	4.286	357	88	445	3.929
6	26/03/2019	3.929	357	81	438	3.572
7	26/06/2019	3.572	357	74	431	3.215
8	26/09/2019	3.215	357	66	423	2.858
9	26/12/2019	2.858	357	59	416	2.501
10	26/03/2020	2.501	357	52	409	2.144
11	26/06/2020	2.144	357	44	401	1.787
12	26/09/2020	1.787	357	37	394	1.430
13	26/12/2020	1.430	357	29	386	1.073
14	26/03/2021	1.073	357	22	379	716
15	26/06/2021	716	357	15	372	359
16	26/09/2021	359	359	7	366	0

Tabla 15: Amortización Clase B (miles USD)

Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA.LTDA.; Elaborado: Global Ratings

PERIODO	FECHA VENCIMIENTO	CAPITAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	26/12/2017	5.000		100	100	5.000
2	26/03/2018	5.000		100	100	5.000
3	26/06/2018	5.000	500	100	600	4.500
4	26/09/2018	4.500	500	90	590	4.000
5	26/12/2018	4.000	500	80	580	3.500
6	26/03/2019	3.500	500	70	570	3.000
7	26/06/2019	3.000	500	60	560	2.500
8	26/09/2019	2.500	500	50	550	2.000
9	26/12/2019	2.000	500	40	540	1.500
10	26/03/2020	1.500	500	30	530	1.000
11	26/06/2020	1.000	500	20	520	500
12	26/09/2020	500	500	10	510	-

Tabla 16: Amortización Clase C (miles USD)

Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA.LTDA. Elaborado: Global

Ratings

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. con la información entregada por el emisor ha verificado que el emisor ha venido cancelando oportunamente los pagos correspondientes a capital e intereses del instrumento, según la tabla de amortización precedente. Del total del monto autorizado de la emisión, se colocó el 100%. Con lo expuesto anteriormente se da

cumplimiento a los Numerales a y b, Numeral 1, Artículo 19, 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.

#### **ACTIVOS MENOS DEDUCCIONES**

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía, al 31 de diciembre de 2018, La compañía posee un total de activos de USD 81,23 millones, de los cuales USD 48,87 millones son activos menos deducciones.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos menos deducciones de la empresa, con información financiera cortada al 31 de diciembre de 2018, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con Garantía General no podrán exceder el 80,00% del total de activos libres de todo gravamen, esto es: "Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias".

ACTIVOS MENOS DEDUCCIONES	
Activo Total (USD)	81.233.171,73
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	71.352,13
(-) Activos gravados.	19.688.096,40
Activos corrientes	
Activos no corrientes	
(-) Activos en litigio	5.129,32
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.	
(-) Saldo de las emisiones en circulación	11.179.000,00
(-) Saldo en circulación de titularizaciones de	
derechos de cobro sobre ventas futuras	
esperadas.	
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros.	1.417.394,10

<b>ACTIVOS</b>	MENOS	DEDUCCIONES	

- (-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados.
- (-) Saldo de valores de renta fija emitidos y negociados en REVNI.
- (-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.

Total activos menos deducciones48.872.199,7880 % Activos menos deducciones39.097.759,82

Tabla 17: Activos menos deducciones (USD)
Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.; Elaborado: Global
Ratings

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de diciembre de 2018, presentó un monto de activos menos deducciones de USD 48,87 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 39,09 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 31 de diciembre de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos menos deducciones ofrece una cobertura de 0,80 veces sobre las demás obligaciones del Emisor. Dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Segunda Emisión de Obligaciones de CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA., así como de los valores que mantiene en circulación representa el 27,62% del 200% del patrimonio al 31 de diciembre de 2018 y el 55,24% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO		
Patrimonio	20.237.050,46	
200% patrimonio	40.474.100,92	
Saldo Titularización de Flujos en circulación		
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación	11.179.000,00	
Total emisiones	11.179.000,00	

	200% PATRIMONIO		
	Total emisiones/200% patrimonio	27,62%	
	Tabla 18: 200% patrimonio		
Fue	nte: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA	; Elaboración: Glo	bal
	Ratings		

#### **GARANTIAS Y RESGUARDOS**

Mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas deberán mantener resguardos a la emisión, según lo señala 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, por lo que la Junta General de Accionistas resolvió:

GARANTÍAS Y RESGUARDOS	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.	Mantiene semestralmente un indicador promedio de liquidez de 1,55, a partir de la autorización de la oferta pública.	CUMPLE
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte diciembre de 2018, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/ pasivos de 1,31.	CUMPLE
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora	No hay obligaciones en mora.	CUMPLE
Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones	Al 31 de diciembre de 2018, presentó un monto de activos menos deducciones de USD 48,87 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 39,09 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.	CUMPLE

GARANTÍAS Y	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
RESGUARDOS		
Monetarias,		
Financieras, de Valores		
y Seguros Expedida por		
la Junta de Política y		
Regulación Monetaria y		
Financiera.		

**Tabla 19:** Cumplimiento garantías y resguardos **Fuente:** CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.; **Elaboración:** Global Ratings

RESGUARDOS ADICIONALES	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Se establece que las obligaciones a remitirse estarán resguardadas por el FIDEICOMISO FLUJOS OBLIGACIONISTAS JAHER constituido mediante escritura pública celebrada el 5 de noviembre del 2015, y que se encuentra bajo la representación legal y administración de la fiduciaria HEIMDALTRUST ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS S.A.	La compañía provisionó para el pago de diciembre de 2018 el monto de USD 1.360.398,84 y se encuentra provisionando para el pago de marzo 2019. A la fecha del presente informe se mantiene provisionado un monto de USD 660.311,58.	CUMPLE

**Tabla 20:** Cumplimiento resguardos adicionales **Fuente:** CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.; **Elaboración:** Global Ratings

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

# Análisis del fideicomiso

A la fecha del presente, de acuerdo con la información entregada por la compañía y por la administradora de fondos se detalla el fideicomiso constituido como mecanismo de fortalecimiento para el instrumento en análisis.

El Fideicomiso Flujos de Obligaciones JAHER se constituye el 5 de noviembre de 2015 con el objeto de administrar los flujos, y de que sean destinados al pago de los Obligacionistas de la Primera Emisión de Obligaciones de CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. Posteriormente, se adapta el Fideicomiso para cumplir con

la misma función para la Segunda Emisión de Obligaciones de CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.

Con fecha 7 de agosto del 2017, Heimdaltrust Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. recibió de la CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. la notificación de que la Junta Extraordinaria y Universal de Socios autorizó la Segunda Emisión de Obligaciones por un valor de USD 15.000.000,00 y que su fuente de pago sería el Fideicomiso de Flujos de Obligaciones JAHER.

Desde el 27 de septiembre de 2017 hasta el 23 de octubre del 2017 se colocó la totalidad de la Segunda Emisión de Obligaciones, motivo por el cual el Fideicomiso empezó con la provisión para el primer pago a realizarse en el mes de diciembre de 2017. Para la presente revisión, se recibieron provisiones en los trimestres de septiembre y diciembre 2018. Actualmente se están efectuando las provisiones para el trimestre de marzo 2019.

Desde el mes de octubre 2017 las provisiones semanales han sido invertidas en el Banco Internacional, cuyo detalle se presenta a continuación:

FECHA PROVISIÓN SEMANAL	MONTO PROVISIONADO
05/10/2017	38.557,29
12/10/2017	38.557,29
19/10/2017	42.051,04
26/10/2017	46.498,79
02/11/2017	49.213,82
09/11/2017	49.213,82
16/11/2017	49.213,82
23/11/2017	49.213,82
30/11/2017	49.213,82
07/12/2017	49.213,82
14/12/2017	49.213,82
21/12/2017	49.213,82
Provisión total	559.375,00

**Tabla 21:** Provisiones semanales para diciembre 2017(USD) **Fuente:** HeimdalTrust Administradora de Fondos y Fideicomisos.;

Elaboración: Global Ratings

FECHA PROVISIÓN SEMANAL	MONTO PROVISIONADO
05/01/2018	46.171,88
12/01/2018	46.171,88
19/01/2018	46.171,88
26/01/2018	46.171,88
02/02/2018	46.171,88
09/02/2018	46.171,88
16/02/2018	46.171,88
23/02/2018	46.171,88
02/03/2018	46.171,88
09/03/2018	46.171,88
16/03/2018	46.171,88
23/03/2018	46.171,88
Provisión total	554.062,50

**Tabla 22:** Provisiones semanales para marzo 2018 (USD) **Fuente:** HeimdalTrust. Administradora de Fondos y Fideicomisos; **Elaboración:** Global Ratings

FECHA PROVISIÓN SEMANAL	MONTO PROVISIONADO
06/04/2018	117.145,83
13/04/2018	117.145,83
20/04/2018	117.145,83

FECHA PROVISIÓN SEMANAL	MONTO PROVISIONADO
27/04/2018	117.145,83
04/05/2018	117.145,83
11/05/2018	117.145,83
18/05/2018	117.145,83
25/05/2018	117.145,83
01/06/2018	117.145,83
08/06/2018	117.145,83
15/06/2018	117.145,83
22/06/2018	117.145,83
Provisión total	1.405.750,00

**Tabla 23:** Provisiones semanales para junio 2018 (USD) **Fuente:** HeimdalTrust. Administradora de Fondos y Fideicomisos; **Elaboración:** Global Ratings

FECHA PROVISIÓN SEMANAL	MONTO PROVISIONADO
6/7/2018	115.256,20
13/7/2018	115.256,20
20/7/2018	115.256,20
27/7/2018	115.256,20
3/8/2018	115.256,20
10/8/2018	115.256,20
17/8/2018	115.256,20
24/8/2018	115.256,20
31/8/2018	115.256,20
7/9/2018	115.256,20
14/9/2018	115.256,20
21/9/2018	115.256,20
Provisión total	1.383.074,40

**Tabla 24:** Provisiones semanales para septiembre 2018 (USD) **Fuente:** HeimdalTrust. Administradora de Fondos y Fideicomisos; **Elaboración:** Global Ratings

FECHA PROVISIÓN SEMANAL	MONTO PROVISIONADO
5/10/2018	113.366,57
12/10/2018	113.366,57
19/10/2018	113.366,57
26/10/2018	113.366,57
2/11/2018	113.366,57
9/11/2018	113.366,57
16/11/2018	113.366,57
23/11/2018	113.366,57
30/11/2018	113.366,57
7/12/2018	113.366,57
14/12/2018	113.366,57
21/12/2018	113.366,57
Provisión total	1.360.398,84

Tabla 25: Provisiones semanales para diciembre 2018 (USD)

Fuente: HeimdalTrust. Administradora de Fondos y Fideicomisos;

Elaboración: Global Ratings

A la fecha del presente informe, el fideicomiso está recaudando las provisiones para el pago de marzo 2019 de la Emisión:

FECHA PROVISIÓN SEMANAL	MONTO PROVISIONADO
4/1/2019	110.051,93
11/1/2019	110.051,93
18/1/2019	110.051,93
25/1/2019	110.051,93
1/2/2019	110.051,93
8/2/2019	110.051,93
15/2/2019	-
22/2/2019	-
1/3/2019	-

FECHA PROVISIÓN SEMANAL	MONTO PROVISIONADO
8/3/2019	-
15/3/2019	-
22/3/2019	-
Provisión total	660.311.58

**Tabla 26:** Provisiones semanales para marzo 2019 (USD) **Fuente:** HeimdalTrust. Administradora de Fondos y Fideicomisos; **Elaboración:** Global Ratings

Las obligaciones de la administradora respecto al manejo del Fideicomiso de Flujos de Obligaciones JAHER son las siguientes:

- Registrar dentro de la contabilidad del Fideicomiso el dinero aceptado por el Constituyente en el presente acto y el que aporten en el futuro.
- Abrir una cuenta bancaria en una institución financiera nacional, de acuerdo con instrucciones emitidas por escrito por parte del Constituyente.
- 3. Recibir en cuenta bancaria los flujos correspondientes.
- 4. Provisionar los flujos para el pago a los obligacionistas, conforme a las siguientes instrucciones.
  - El primer mes se deberá recaudar el 33,33% del dividendo de las obligacionistas próximas a vencer.
  - El segundo mes recaudará el 33,33% del dividendo de las obligacionistas próximas a vencer.
  - El valor restante para completar el 100% del dividendo de obligacionistas próximas a vencer, será provisionado hasta 5 días hábiles antes de la fecha de vencimiento del próximo pago de dividendo trimestral de capital e interés, según corresponda.
- 5. Las provisiones podrán ser diferentes para cada emisión de obligacionistas del Constituyente. Una vez realizadas las provisiones mensuales, el Fideicomiso deberá restituir el excedente de los recursos al Constituyente en un plazo no mayor a los siete días posteriores una vez cumplidas las respectivas provisiones mensuales.
- 6. En caso de que no se logre provisionar el 33,33% del dividendo de las obligacionistas próximas a vencer durante el primer mes correspondiente, se ajustará la recaudación durante el segundo y tercer mes. En caso de que no pueda completarse el 33,33% del monto del

- dividendo de la obligacionistas próximas a vencer, en el próximo mes se provisionará el porcentaje que corresponde a dicho mes más el porcentaje que dejó de provisionarse en el mes anterior y así sucesivamente.
- 7. En caso de que no se logre la provisión del 100% del próximo dividendo trimestral de capital e intereses de todos los valores efectivamente en circulación de la emisión de obligacionistas, el Constituyente se obliga a realizar el aporte de recursos para completar el 100% del dividendo de las obligaciones próximas a vencer, en un plazo de hasta 3 días hábiles antes de la respectiva fecha de vencimiento.
- 8. Entregar al Agente de Pago, trimestralmente, mediante trasferencia bancaria o cualquier otro medio legalmente aceptado, los valores de Fideicomiso proveniente de los flujos, provisionados en la forma indicada, pero nunca por un valor superior al dividendo de las obligacionistas (por capital e intereses) próximas a vencer en el trimestre correspondiente.
- 9. Una vez provisionados los flujos para el pago del último dividendo por vencer (por vencer capital e interés), de las obligacionistas, restituir al Constituyente el excedente de flujos, una vez provisionados los recursos para el pago de los honorarios de la Fiduciaria, incluidos el de liquidación y para cubrir todos los gastos de liquidación del presente Fideicomiso, si el Constituyente ha instruido su liquidación.
- Alerta inmediata al Constituyente respecto de cualquier medida judicial o extrajudicial que pretenda retener o acceder a los flujos que el Fideicomiso tenga en sus cuentas.
- Realizar todos los actos y celebrar todos los contratos necesarios para el cumplimiento del objeto del Fideicomiso.

**Aportes:** El aporte es del 100% de las ventas realizadas por el Constituyente en tarjetas de crédito y el 50% de las ventas en efectivo.

**Inscripción:** Los activos aportados no son sujetos a inscripción en ningún registro efectivo.

**Gravamen:** Sobre aporte el Constituyente no pesa ningún gravamen.

**Cesión de derechos:** No sea registrado cesiones de derecho de los Beneficiarios.

#### **PROYECCIONES**

El cumplimiento de las proyecciones presentadas para el cierre del año 2018 se observa que los ingresos reales alcanzaron el 109,61% de las ventas proyectadas, mientras que el costo de

ventas alcanzó el 99,15% versus el costo de ventas proyectado. Los gastos de administrativos y los gastos de ventas reales alcanzaron el 85,80% y el 125,24% respectivamente. La utilidad neta a diciembre 2018 tuvo un cumplimiento de 520,27% frente a lo proyectado para el cierre del año debido a que aún no se ha contabilizado la participación de trabajadores ni el gasto por impuesto a la renta.

DETALLE	PROYECCIÓN 2018	REAL ACUMULADO 2018	AVANCE CUMPLIMIENTO
Ventas	69.143,74	75.789,35	109,61%
Costo de ventas	42.869,12	42.506,80	99,15%
Margen bruto	26.274,62	33.282,55	126,67%
(-) Gastos de ventas	-18.329,16	-22.956,34	125,24%
(-) Gastos de administración	-2.804,10	-2.406,04	85,80%
(-) Otros gastos	-2.600,41	-2.965,68	114,05%
Utilidad operativa	2.540,95	4.954,49	194,99%
(-) Gastos financieros	-2.442,72	-2.739,63	112,15%
Ingresos/gastos no operacionales	937,57	1000,75	106,74%
Utilidad antes de participación	1.035,80	3.215,61	310,45%
Participación trabajadores	-155,37	0	0,00%
Utilidad antes de impuestos	880,43	3215,61	365,23%
Gasto por impuesto a la renta	-193,69	0	0,00%
Utilidad antes de reservas	686,74	3215,61	468,24%
10% reserva legal	-68,67	0	0,00%
Utilidad neta	618,07	3215,61	520,27%

Tabla 27: Avance de cumplimiento de proyecciones Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.; Elaboración: Global Ratings

El estructurador financiero pronosticó para la compañía un crecimiento en ventas de 7,00% del año 2018 al 2022, fecha en que se termina de pagar la Emisión. Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. procedió a estresar estos valores, tomando en cuenta un escenario conservador, y estimó un crecimiento de las ventas del 5% para el año 2019 y los años posteriores. Las estimaciones prevén la participación del 62,00% del costo de ventas sobre las ventas totales, los gastos operativos presentan un crecimiento del 1,50%, los gastos financieros el 2,00% y otros ingresos del 1,00% de participación sobre las ventas totales.

		ESCENARIO
VARIABLES RELEVANTES	ESTRUCTURADOR	ESTRESADO
VARIABLES RELEVAIVIES	FINANCIERO	CALIFICADORA DE
		RIESGOS
Crecimiento en ventas		

		ESCENARIO
VARIABLES RELEVANTES	ESTRUCTURADOR	ESTRESADO
VARIABLES RELEVANTES	FINANCIERO	CALIFICADORA DE
		RIESGOS
2019	7,00%	5,00%
2020	7,00%	5,00%
2021	7,00%	5,00%
2022	7,00%	5,00%
Participación Costo de ventas/Ventas		
2019	62,00%	62,00%
2020	62,00%	62,00%
2021	62,00%	62,00%
2022	62,00%	62,00%
Crecimiento de gastos operacionales		
2019	1,50%	1,50%
2020	1,50%	1,50%
2021	1,50%	1,50%
2022	1,50%	1,50%
T-1-1- 20 D		

Tabla 28: Premisas de proyección
Fuente: CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.; Elaboración: Global

Fuente: CORPORACION JARRIN HERRERA CIA. LTDA.; Elaboración: Global Ratings

Con las premisas mencionadas se realizó la proyección del estado de resultados integrales de forma anual, obteniendo una utilidad neta de USD 2,86 millones al cierre del periodo fiscal del 2022.

Además, se realizó la proyección del flujo de caja de forma trimestral, obteniendo al cierre del cuarto trimestre del año 2022 un flujo positivo de USD 2,70 millones, luego de cubrir el último pago de la Segunda Emisión de Obligaciones.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. da así cumplimiento al análisis, estudio y expresa criterio sobre lo establecido en los Literales b y d, Numeral 1, Artículo 19, 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, señalando que la empresa posee una excelente capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el Emisor generará los recursos suficientes para cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que adquiere con la presente emisión.

# Definición de Categoría

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.

## **CATEGORÍA AAA**

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada 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

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN								
FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA						
Calificación inicial	AAA-	ICRE						
Febrero 2018	AAA	ICRE						
Agosto 2018	AAA	GLOBAL						

**Tabla 29:** Historial de calificación **Fuente:** SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

Conforme el Artículo 12, 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, <u>la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o</u>

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 de los respectivos contratos.

El Informe de Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. 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**

	THE ACC													
					COP	DOBACIO	ÓN JARRÍ	NI LIEDD	EDA CÍA	LTDA				
					CON					LIDA.				
CLODAL DATINICS						ESTAI	OO DE SITUA		ANCIERA					
GLOBAL RATINGS								s USD)						
	2015		2016		_		2017				2018		_	_
CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.		An veri		An ver	An	Var en i		An ver	An	Var en -		An	An	Var en i
	Valor	Análisis vertical 🤋	Valor	Análisis vertical s	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical s	Análisis orizonta %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical :	Análisis horizontal %	Variación en monto
		is		is	is Ital	ón Ito		is	sis	nto ón		is	is Ital	nto on
ACTIVO	52.530,57	100,00%	58.798,70	100,00%	11,93%	6.268,13	63.991,11	100,00%	8,83%	5.192,41	81.233,17	100,00%	26,94%	17.242,06
ACTIVOS CORRIENTES	41.394,49	78,80%	48.396,23	82,31%	16,91%	7.001,74	53.071,48	82,94%	9,66%	4.675,25	69.206,91	85,20%	30,40%	16.135,43
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.900,06	3,62%	5.557,83	9,45%	192,51%	3.657,77	3.897,72	6,09%	-29,87%	(1.660,11)	7.432,36	9,15%	90,68%	3.534,65
Inversiones temporales	2.482,25	4,73%	1.606,35	2,73%	-35,29%		56,08	0,09%	-96,51%	(1.550,28)	1.025,85	1,26%	1729,37%	969,78
Cuentas por cobrar comerciales	27.478,33	52,31%	32.082,99	54,56%	16,76%	4.604,65	35.975,89	56,22%	12,13%	3.892,90	48.088,76	59,20%	33,67%	12.112,88
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	0,39	0,00%	110,90	0,19%	28046,95%	110,51	660,39	1,03%	495,49%	549,49	0,00	0,00%	-100,00%	(660,39)
Otras cuentas por cobrar	4.287,245	8,16%	2.962,33	5,04%	-30,90%	(1.324,91)	2.775,05	4,34%	-6,32%	(187,29)	5.249,34	6,46%	89,16%	2.474,29
Inventarios	4.313,55	8,21%	5.293,91	9,00%	22,73%		8.792,31	13,74%	66,08%	3.498,40	6.014,48	7,40%	-31,59%	(2.777,83)
Anticipo proveedores	322,61	0,61%	0,19	0,00%	-99,94%	(322,42)	0,00	0,00%	-100,00%	(0,19)	0,00	0,00%	100,00%	-
Activos por impuestos corrientes	408,28	0,78%	596,72	1,01%	46,15%	188,44	700,76	1,10%	17,44%	104,04	1.389,04	1,71%	98,22%	688,28
Otros activos corrientes	201,76	0,38%	185,01	0,31%	-8,30%	(16,75)	213,30	0,33%	15,29%	28,28	7,07	0,01%	-96,69%	(206,23)
ACTIVOS NO CORRIENTES	11.136,08	21,20%	10.402,47	17,69%	-6,59%	(733,61)	10.919,63	17,06%	4,97%	517,16		14,80%	10,13%	1.106,64
Propiedad, planta y equipo	10.571,72	20,12%	9.864,69	16,78%	-6,69%	(707,03)	10.456,52	16,34%	6,00%	591,83	11.822,91	14,55%	13,07%	1.366,39
Activos por impuestos diferidos	71,35	0,14%	71,35	0,12%	0,00%		71,35	0,11%	0,00%		71,35	0,09%	0,00%	0,00
Inversiones en subsidiarias/acciones	163,01	0,31%	202,43	0,34%	24,18%	39,42	193,76	0,30%	-4,28%		0,00	0,00%	-100,00%	(193,76)
Activos intangibles	330,00	0,63%	264,00	0,45%	-20,00%		198,00	0,31%	-25,00%		132,00	0,16%	-33,33%	(66,00)
PASIVO	36.914,25	100,00%	42.224,67	100,00%	14,39%	5.310,42	46.969,86	100,00%	11,24%	4.745,19	60.996,12	100,00%	29,86%	14.026,26
PASIVOS CORRIENTES	34.838,22	94,38%	36.309,98	85,99%	4,22%		32.638,84	69,49%	-10,11%		47.457,35	77,80%	45,40%	14.818,51
Obligaciones financieras	15.649,94	42,40%	12.424,54	29,42%	-20,61%	(3.225,41)	702,01	1,49%	-94,35%	(11.722,53)	5.511,03	9,04%	685,03%	4.809,02
Emision de obligaciones	2.600,00	7,04%	4.492,29	10,64%	72,78%	1.892,29	4.937,50	10,51%	9,91%	445,21	4.428,00	7,26%	-10,32%	(509,50)
Cuentas por pagar comerciales	7.983,75	21,63%	10.863,11	25,73%	36,07%	2.879,37	17.497,14	37,25%	61,07%	6.634,02	23.112,26	37,89%	32,09%	5.615,12
Cuentas por pagar relacionadas	1,47	0,00%	190,31	0,45%	· ·	188,84	0,00	0,00%	-100,00%	(190,31)	0,20	0,00%	100,00%	0,20
Intereses por venta diferidos	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00%		0,00	0,00%	100,00%		5.943,53	9,74%	100,00%	5.943,53
Otras cuentas por pagar	5.239,60	14,19%	3.469,76	8,22%	-33,78%	(1.769,84)	2.751,71	5,86%	-20,69%	(718,04)	3.313,33	5,43%	20,41%	561,62
Anticipo de clientes	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	400.00	0,00	0,00%	100,00%	404.70	196,69	0,32%	100,00%	196,69
Pasivo por impuesto corrientes	1.225,87	3,32%	1.722,67	4,08%	40,53%	496,80	2.184,46	4,65%	26,81%	461,79	2.256,83	3,70%	3,31%	72,38
Provisiones sociales	888,56	2,41%	885,12	2,10%	-0,39%	(3,44)	640,03	1,36%	-27,69%	(245,10)	827,73	1,36%	29,33%	187,71
Otros pasivos corrientes	1.249,04	3,38%	2.262,19	5,36%	81,11%	1.013,14	3.926,00	8,36%	73,55%	1.663,81	1.867,74	3,06%	-52,43%	(2.058,26)
PASIVOS NO CORRIENTES	<b>2.076,03</b> 64,09	<b>5,62%</b> 0.17%	<b>5.914,69</b> 2.372,41	<b>14,01%</b> 5,62%	<b>184,90%</b> 3601,56%	<b>3.838,66</b> 2.308.32	<b>14.331,02</b> 675,00	<b>30,51%</b> 1,44%	<b>142,30%</b> -71,55%	<b>8.416,34</b> (1.697,41)	<b>13.538,78</b> 4.694,25	<b>22,20%</b> 7,70%	<b>-5,53%</b> 595,44%	<b>(792,25)</b> 4.019,25
Obligaciones financieras	992,29	2,69%	1.750,00	5,62% 4,14%		757,71	1	24,62%	560,71%	9.812,50	6.751,00	11,07%	-41,61%	4.019,25 (4.811,50)
Emision de obligaciones	232,39	0,63%	241,83	4,14% 0,57%	76,36% 4,06%	9,43	11.562,50 216,11	0,46%	-10,63%	9.812,50	216,11	0,35%	0,00%	0,00
Pasivo por impuesto diferido	787,26	2.13%	1.550.46	3.67%	96.94%	763.20	1.877,42	4.00%	21.09%	326.96	1.877,41	3.08%	0.00%	(0.00)
Provisiones sociales PATRIMONIO	15.616,32	2,13%	1.550,46	100,00%	6,13%	957,71	1.877,42 17.021,24	4,00%	21,09% <b>2.70</b> %	447,22	20.237,05	3,08% <b>100.00</b> %	18,89%	3.215.81
Capital social	11.061,75	70,83%	11.061,75	66,74%	0,00%	557,71	11.061,75	64,99%	0,00%	447,22	11.061,75	54,66%	0,00%	5.215,81
Reserva legal	649,90	4,16%	685,24	4,13%	5,44%	35,34	767,04	4,51%	11,94%	81,80	831,26	4,11%	8,37%	64,23
Reserva facultativa	2.362,95	15,13%	2.362,35	14,25%	-0,03%	(0,60)	2.795,62	16,42%	18.34%	433,27	4.015,94	19,84%	43,65%	1.220,32
Resultados acumulados	945,69	6,06%	807,66	4,87%	-14,60%	(138,03)	1.133,21	6,66%	40,31%	325,55	1.112,49	5,50%	-1,83%	(20,73)
Resultado del ejercicio	596,02	3,82%	1.657,03	10,00%	178,02%	1.061,01	1.133,21	7,42%	-23,74%	(393,41)	3.215,61	15,89%	154,48%	1.951,98
PASIVO MAS PATRIMONIO	596,02 <b>52.530,57</b>	3,82%	58.798,70	10,00%	178,02%	<b>6.268,13</b>	63.991,11	100.00%	-23,74% <b>8.83%</b>	(393,41) <b>5.192,41</b>	81.233,17	100.00%	26,94%	1.951,98 <b>17.242,06</b>
FASIVO IVIAS PATRIIVIONIO	32.330,57	100,00%	30./30,/0	100,00%	11,55%	0.200,13	03.331,11	100,00%	0,00%	5.152,41	01.233,17	100,00%	20,34%	17.242,00

GLOBAL RATINGS	CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)													
GLODAL NATINGS	201	5	201	5			2017	7			2018			
———— CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.————	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
Ventas	53.180,04	100,00%	49.602,03	100,00%	-6,73%	(3.578,01)	65.851,18	100,00%	32,76%	16.249,15	75.789,35	100,00%	15,09%	9.938,17
Costo de ventas	33.381,40	62,77%	30.272,28	61,03%	-9,31%	(3.109,12)	38.370,26	58,27%	26,75%	8.097,98	42.506,80	56,09%	10,78%	4.136,53
Margen bruto	19.798,64	37,23%	19.329,75	38,97%	-2,37%	(468,89)	27.480,92	41,73%	42,17%	8.151,17	33.282,56	43,91%	21,11%	5.801,64
(-) Gastos administrativos	(2.284,27)	*	(2.453,20)	-4,95%	7,40%	(168,93)	(2.776,34)	-4,22%	13,17%	(323,14)	(2.406,04)	-3,17%	-13,34%	370,29
(-) Gastos de ventas	(11.968,16)	*	(12.723,85)	-25,65%	6,31%	(755,69)	(17.969,76)	,	41,23%	(5.245,91)	(22.956,34)	-30,29%	27,75%	(4.986,58)
(-)Otros gastos	(2.327,05)	-4,38%	(2.056,83)	-4,15%	-11,61%	270,22	(2.574,66)		25,18%	(517,83)	(2.965,68)	-3,91%	15,19%	(391,02)
Utilidad operativa	3.219,16	6,05%	2.095,87	4,23%	-34,89%	(1.123,29)	4.160,16	6,32%	98,49%	2.064,29	4.954,49	6,54%	19,09%	794,33
(-) Gastos financieros	(2.826,09)	-5,31%	(2.610,60)	-5,26%	-7,62%	215,49	(2.394,82)	-3,64%	-8,27%	215,78	(2.739,63)	-3,61%	14,40%	(344,81)
Ingresos (gastos) no operacionales	903,07	1,70%	2.701,37	5,45%	199,13%	1.798,30	928,29	1,41%	-65,64%	(1.773,08)	1.000,75	1,32%	7,81%	72,46
Utilidad antes de participación e impuestos	1.296,15	2,44%	2.186,64	4,41%	68,70%	890,49	2.693,63	4,09%	23,19%	506,99	3.215,61	4,24%	19,38%	521,98
Participación trabajadores	(211,03)	-0,40%	(96,22)	-0,19%	-54,40%	114,81	(404,04)	-0,61%	319,91%	(307,82)	-	0,00%	-100,00%	404,04
Utilidad antes de impuestos	1.085,12	2,04%	2.090,42	4,21%	92,64%	1.005,30	2.289,58	3,48%	9,53%	199,17	3.215,61	4,24%	40,45%	926,02
Gasto por impuesto a la renta	(489,10)	-0,92%	(27,31)	-0,06%	-94,42%	461,78	(1.025,96)	-1,56%	3656,44%	(998,65)	-	0,00%	-100,00%	1.025,96
Utilidad neta	596,02	1,12%	2.063,10	4,16%	246,15%	1.467,08	1.263,62	1,92%	-38,75%	(799,48)	3.215,61	4,24%	154,47%	1.951,98
Otros resultados integrales	(6,26)	-0,01%	-	0,00%	-100,00%	6,26	14,91	0,02%	0,00%	14,91	-	0,00%	-100,00%	(14,91)
Resultado integral del año, neto de impuesto a la renta	589,76	1,11%	2.063,10	4,16%	249,82%	1.473,35	1.278,53	1,94%	-38,03%	(784,57)	3.215,61	4,24%	151,51%	1.937,08
Depreciación	625,83	1,18%	589,64	1,19%	-5,78%	(36,19)	657,84	1,00%	11,57%	68,20	568,21	0,75%	-13,63%	(89,63)
EBITDA anualizado	3.844,99	7,23%	2.685,51	5,41%	-30,16%	(1.159,48)	4.818,00	7,32%	79,41%	2.132,49	5.522,69	7,29%	14,63%	704,70

CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA. PRINCIPALES CUENTAS												
	(miles USD)											
CUENTAS	2015	2016	2017	2018								
Activo	52.530,57	58.798,70	63.991,11	81.233,17								
Pasivo	36.914,25	42.224,67	46.969,86	60.996,12								
Patrimonio	15.616,32	16.574,03	17.021,24	20.237,05								
Utilidad neta	596,02	2.063,10	1.263,62	3.215,61								
CUENTAS	2016	2016	2017	2018								
Activo	52.530,57	58.798,70	63.991,11	81.233,17								
Activo corriente	41.394,49	48.396,23	53.071,48	69.206,91								
Activo no corriente	11.136,08	10.402,47	10.919,63	12.026,26								
CUENTAS	2016	2016	2017	2018								
Pasivo	36.914,25	42.224,67	46.969,86	60.996,12								
Pasivo corriente	34.838,22	36.309,98	32.638,84	47.457,35								
Pasivo no corriente	2.076,03	5.914,69	14.331,02	13.538,78								
CUENTAS	2016	2016	2017	2018								
Patrimonio	15.616,32	16.574,03	17.021,24	20.237,05								
Capital social	11.061,75	11.061,75	11.061,75	11.061,75								
Reserva legal	649,90	685,24	767,04	831,26								
Reserva facultativa	2.362,95	2.362,35	2.795,62	4.015,94								
Reserva de capital	-	-	-	-								
Resultados acumulados	945,69	807,66	1.133,21	1.112,49								
Resultado del ejercicio	596,02	1.657,03	1.263,62	3.215,61								

CORPORACIÓN JARRÍN HERRERA CÍA. LTDA.											
	ÍNE	DICES									
	(mile	es USD)									
Cierre	2015	2016	2017	2018							
Meses	12	12	12	12							
	MÁR	GENES									
Costo de Ventas / Ventas	62,77%	61,03%	58,27%	56,09%							
Margen Bruto/Ventas	37,23%	38,97%	41,73%	43,91%							
Util. antes de part. e imp./ Ventas	2,44%	4,41%	4,09%	4,24%							
Utilidad Operativa / Ventas	6,05%	4,23%	6,32%	6,54%							
Utilidad Neta / Ventas	1,12%	4,16%	1,92%	4,24%							
	FINANCIAMIENTO OPERATIVO										
EBITDA / Ventas	7,23%	5,41%	7,32%	7,29%							
EBITDA / Gastos financieros	136,05%	102,87%	201,18%	201,59%							
EBITDA / Deuda financiera CP	21,07%	15,87%	85,43%	55,57%							
EBITDA / Deuda financiera LP	363,98%	65,14%	39,37%	48,25%							
	SOL	/ENCIA									
Activo total/Pasivo total	142,30%	139,25%	136,24%	133,18%							
Pasivo total / Activo total	70,27%	71,81%	73,40%	75,09%							
Pasivo corriente / Pasivo total	94,38%	85,99%	69,49%	77,80%							
Deuda financiera / Pasivo total	52,30%	49,83%	38,06%	35,06%							
Apalancamiento financiero	1,24	1,27	1,05	1,06							
Apalancamiento operativo	6,15	9,22	6,61	6,72							
Apalancamiento total	2,36	2,55	2,76	3,01							
	RENTABILIDAD/	ENDEUDAMIENT	O								
ROA	1,13%	3,51%	1,97%	3,96%							
ROE	3,8%	12,4%	7,4%	15,9%							
Índice de endeudamiento	0,70	0,72	0,73	0,75							
	EFIC	IENCIA									
Días de inventario	47	63	82	51							
Rotación de la cartera	1,67	1,41	1,67	1,42							
	LIQ	UIDEZ									
Capital de trabajo	6.556	12.086	20.433	21.750							
Días de cartera	215	255	215	253							
Días de pago	90	105	111	126							
Prueba ácida	1,06	1,19	1,36	1,33							
Índice de liquidez anual	1,19	1,33	1,63	1,46							

## PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES ANUAL

	CORPORACIÓN JARR	ÍN HERRERA CÍA.	LTDA.		
	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	69.143,74	72.600,93	76.230,97	80.042,52	84.044,65
Costo de ventas	42.869,12	45.012,57	47.263,20	49.626,36	52.107,68
Margen bruto	26.274,62	27.588,35	28.967,77	30.416,16	31.936,97
(-) Gastos de ventas	18.329,16	18.695,74	19.069,66	19.451,05	19.840,07
(-) Gastos de administración	2.804,10	2.832,14	2.860,46	2.889,07	2.917,96
(-) Otros gastos	2.600,41	2.626,41	2.652,67	2.679,20	2.706,00
Utilidad operativa	2.540,95	3.434,06	4.384,98	5.396,84	6.472,93
(-) Gastos financieros	2.442,72	2.491,57	2.541,40	2.592,23	2.644,07
Ingresos/gastos no operacionales	-937,57	-946,95	-956,42	-965,98	-965,98
Utilidad antes de participación	1.035,80	1.889,44	2.800,00	3.770,59	4.794,84
Participación trabajadores	155,37	283,42	420,00	565,59	719,23
Utilidad antes de impuestos	880,43	1.606,02	2.380,00	3.205,00	4.075,62
Gasto por impuesto a la renta	193,69	353,32	523,60	705,10	896,64
Utilidad antes de reservas	686,74	1.252,70	1.856,40	2.499,90	3.178,98
10% Reserva legal	-	-	-	249,99	317,90
Utilidad neta	686,74	1.252,70	1.856,40	2.249,91	2.861,08

# PROYECCIÓN FLUJO DE CAJA TRIMESTRAL

		CORPORA	CIÓN JARRÍN HERR	ERA CÍA. LTDA.				
		2019	9		2020			
	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV
Saldo inicial	1.518,86	2.121,87	1.212,49	1.829,47	335,04	741,70	175,08	1.134,10
Ingresos:								
Ingresos operacionales	18.150,23	18.150,23	18.150,23	18.150,23	19.057,74	19.057,74	19.057,74	19.057,74
Ingresos no operacionales	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos totales	18.150,23	18.150,23	18.150,23	18.150,23	19.057,74	19.057,74	19.057,74	19.057,74
Egresos:								
Gastos operacionales	11.253,14	11.253,14	11.253,14	11.253,14	11.815,80	11.815,80	11.815,80	11.815,80
Gastos no operacionales	6.038,57	6.038,57	6.038,57	6.321,99	6.145,70	6.145,70	6.145,70	6.565,70
Impuestos por pagar	-	-	-	353,32	-	-	-	523,60
Egresos totales	17.291,72	17.291,72	17.291,72	17.928,46	17.961,50	17.961,50	17.961,50	18.905,10
Flujo operacional	858,51	858,51	858,51	221,77	1.096,24	1.096,24	1.096,24	152,65
Obligaciones por pagar								
Obligaciones financieras vigentes (i)	86,70	78,68	70,58	62,39	54,09	45,68	37,18	28,57
Obligaciones financieras vigentes (K)	370,80	374,23	378,95	383,82	388,50	393,18	398,04	403,24
Negociaci{on Cartera Pichincha	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses Segunda Emisión Obligaciones	191,00	208,00	185,00	163,00	140,00	117,00	95,00	72,00
Segunda Emision de Obligaciones	1.107,00	1.107,00	1.107,00	1.107,00	1.107,00	1.107,00	1.107,00	607,00
Total obligaciones	1.755,50	1.767,90	1.741,53	1.716,21	1.689,58	1.662,87	1.637,22	1.110,81
Financiamiento								
Financiamiento bancario	1.500,00		1.500,00		1.000,00		1.500,00	
Emisión de obligaciones nuevas								
Total financiamiento	1.500,00	-	1.500,00	-	1.000,00	-	1.500,00	-
Flujo financiado	603,01	-909,39	616,98	-1.494,43	406,66	-566,62	959,03	-958,17
Saldo flujo neto	2.121,87	1.212,49	1.829,47	335,04	741,70	175,08	1.134,10	175,93

# PROYECCIÓN FLUJO DE CAJA TRIMESTRAL

		CORPORA	CIÓN JARRÍN HERR	ERA CÍA. LTDA.				
		2021	1		2022			
	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV
Saldo inicial	175,93	396,03	800,18	1.211,86	721,22	1.771,60	2.823,31	3.877,12
Ingresos:								
Ingresos operacionales	20.010,63	20.010,63	20.010,63	20.010,63	21.011,16	21.011,16	21.011,16	21.011,16
Ingresos no operacionales	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos totales	20.010,63	20.010,63	20.010,63	20.010,63	21.011,16	21.011,16	21.011,16	21.011,16
Egresos:								
Gastos operacionales	12.406,59	12.406,59	12.406,59	12.406,59	13.026,92	13.026,92	13.026,92	13.026,92
Gastos no operacionales	6.254,83	6.254,83	6.254,83	6.820,42	6.366,01	6.366,01	6.366,01	7.085,23
Impuestos por pagar	-	-	-	705,10	-	-		896,64
Egresos totales	18.661,42	18.661,42	18.661,42	19.932,11	19.392,93	19.392,93	19.392,93	21.008,79
Flujo operacional	1.349,21	1.349,21	1.349,21	78,52	1.618,23	1.618,23	1.618,23	2,37
Obligaciones por pagar								
Obligaciones financieras vigentes (i)	19,85	14,22	12,28	10,32	8,34	6,33	4,30	661,02
Obligaciones financieras vigentes (K)	260,32	89,64	90,67	91,80	92,90	93,90	95,04	45,00
Negociaci{on Cartera Pichincha	182,94	187,21	191,57	196,04	200,62	205,29	210,08	214,98
Intereses Segunda Emisión Obligaciones	59,00	47,00	34,00	21,00	16,00	11,00	5,00	-
Segunda Emision de Obligaciones	607,00	607,00	609,00	250,00	250,00	250,00	250,00	250,00
Total obligaciones	1.129,11	945,06	937,53	569,16	567,85	566,52	564,42	1.171,00
Financiamiento								
Financiamiento bancario								
Emisión de obligaciones nuevas								
Total financiamiento	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo financiado	220,10	404,14	411,68	-490,64	1.050,38	1.051,71	1.053,82	-1.168,63
Saldo flujo neto	396,03	800,18	1.211,86	721,22	1.771,60	2.823,31	3.877,12	2.708,49