

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 039/2019, del 28 de febrero de 2019

Información Financiera cortada al 31 de diciembre de 2018

Analista: Econ. Bernarda Acosta

bernarda.acosta@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., actualmente es la cadena de supermercados, jugueterías, tiendas departamentales y ferreterías más grande del país. Además de ser también un ejemplo de innovación y desarrollo, genera miles de plazas de trabajo en sus actividades de diversos tipos. La corporación posee cadenas de supermercados, jugueterías, tiendas por departamentos, home centers, tiendas de música y video, distribuidos en las ciudades más importantes del país.

Quinta Revisión

Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-16-0005302, emitida el 10 de octubre de 2016.

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 039/2019 del 28 de febrero de 2019 decidió otorgar la calificación de **"AAA" (Triple A)** a la Sexta Emisión de Obligaciones – CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., por un monto de veinte millones de dólares (USD 20.000.000,00).

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 pertenecen y en la economía en general".

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

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

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

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

La calificación otorgada a la Sexta Emisión de Obligaciones – CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- La compañía se constituyó como IMPORTADORA EL ROSADO S.A. el 22 de noviembre de 1954 para dedicarse a la importación de mercaderías, productos elaborados y en general, a la compra y venta de mercaderías nacionales y extranjeras, muebles e inmuebles, acciones y representaciones. En 2005, se amplió el objeto social para realizar actividades de telecomunicaciones y ensamblaje de vehículos; en 2008 la compañía resolvió cambiar la razón social a CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., la ampliación en su objeto social fue clave para el desarrollo de la corporación, ya que le permitió diversificar aún más su línea de productos y servicios de manera exponencial.

- CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., es una de las dos principales cadenas de retailing del país, constituye una de las historias de mayor éxito empresarial del último medio siglo del Ecuador, su conglomerado de empresas comprende la cadena de supermercados MI COMISARIATO, las tiendas departamentales RÍO STORE, las tiendas de juguetes MI JUGUETERÍA, la cadena de ferreterías FERRISARIATO.
- CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., no cuenta con un gobierno corporativo formalmente instaurado; sin embargo, cuenta con una estructura organizacional establecida de acuerdo al desarrollo de las actividades del negocio, requerimientos estratégicos y los objetivos empresariales.
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el que han incursionado, determinando además que CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., cuenta con una amplia trayectoria, lo cual le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
- Los ingresos de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. decrecieron entre los años 2015 y 2016, pues de USD 1.044,19 millones pasaron a USD 977,32 millones, como respuesta al momento económico que vivió el país, caracterizado entre otras cosas por la apreciación del dólar, la implementación de salvaguardias a inicios del año 2015 por parte del Gobierno ecuatoriano y el terremoto ocurrido el pasado 16 de abril de 2016 que disminuyó el desempeño de las actividades de la compañía. No obstante, a partir del año 2017, estos se recuperan hasta alcanzar una suma de USD 1.063,61 millones en ese año a USD 1.142,68 millones en diciembre de 2018, comportamiento que obedece a las estrategias implementadas por la administración de la compañía, además de la leve recuperación de la economía nacional y medidas como la eliminación de salvaguardias y el retorno del IVA al 12% las cuales fomentaron el consumo. Para diciembre de 2018 las líneas de RIO STORES y FERRISARIATOS fueron las de mayor expansión.
- Los ingresos alcanzados por CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. le permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales en el periodo analizado (2015-2018), generando un margen operativo relativamente estable, que pasó de un 3,63% de los ingresos en 2015 a 4,15% en diciembre de 2018, lo que obedece para este último año al mayor dinamismo en sus ventas.
- Luego de descontar el rubro de otros ingresos/egresos y el pago de impuestos, que representaron menos del 2,00% de los ingresos durante los periodos analizados, la compañía presentó una utilidad neta con tendencia decreciente que pasó de significar el 2,19% de los ingresos en 2015 a un 0,24% en 2016. Sin embargo, a diciembre de 2017 la tendencia se revierte, recuperándose a un 2,24% del total de los ingresos, debido a un adecuado manejo de costos y gastos, así como a un mayor dinamismo en las ventas. Para diciembre de 2018 la utilidad antes de impuestos de la compañía alcanzó USD 38,95 millones y representó el 3,41% de los ingresos, siendo un 18,80% superior a lo registrado en diciembre de 2017 cuando significó el 3,08% de las ventas totales.
- El EBITDA (acumulado) de la compañía presentó un comportamiento similar al de la utilidad operacional, es así que su representación sobre los ingresos presentó ligeras variaciones que pasaron de un 6,85% en 2015, hasta un 7,09% en 2017 y 6,38% en diciembre de 2018, lo que refleja la capacidad de generación de flujos por parte de la compañía para hacer frente a sus obligaciones.
- A partir del año 2016 los activos totales presentaron una tendencia creciente pues pasaron de USD 593,81 millones en ese año a USD 615,53 millones en 2017 y USD 674,23 millones al cierre de 2018, comportamiento que obedece al incremento en las cuentas por cobrar relacionadas, cuentas por cobrar clientes e inventarios, mismas que reflejan el mayor dinamismo de la compañía y otras cuentas por cobrar (anticipo a proveedores e impuesto a la renta a favor).
- Los pasivos totales de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. entre los años 2015 y 2016, pues luego de haber financiado el 58,96% de los activos en 2015 pasaron a un 58,41% en 2016; no obstante, para diciembre de 2017, dicho financiamiento creció levemente a 62,24%, debido al incremento presentado en sus obligaciones con costo y las cuentas por pagar a proveedores. A diciembre de 2018, los pasivos financiaron el 61,17% de los activos, siendo la cuenta más relevante la deuda con costo de corto y largo plazo, misma que financió el 29,33% del activo (29,92% en diciembre 2017), seguida de las cuentas por pagar a proveedores con el 23,16% del activo (21,59% a diciembre 2017). Esta estructura se mantiene durante los periodos analizados.
- La deuda financiera de la empresa contempla principalmente deuda con instituciones financieras y Mercado de Valores. Así, al 31 de diciembre de 2018, la deuda financiera de corto plazo fondeo un 19,80% del total de activos y la deuda financiera a largo plazo lo hizo en un 9,53%.
- La compañía presenta un importante respaldo por parte de su patrimonio, puesto que para diciembre de 2015 alcanzó un valor de USD 254,56 millones financiando el 41,04% del total de activos, mientras que a diciembre de 2018 registró una suma de USD 261,77 millones y financió el 38,83% del total de activos.
- Dentro del patrimonio, el principal rubro es el capital social. En 2015 la compañía realizó un aumento de capital social de USD 15,00 millones, el mismo que fue inscrito en el Registro Mercantil en enero de ese año,

con lo cual el capital social de la empresa ascendió a USD 127,72 millones, monto que se ha mantenido sin variaciones hasta el 31 de diciembre de 2018, financiando a esa fecha el 18,94% de los activos (20,75% a diciembre de 2017).

- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa se ubican por debajo de la unidad en el año 2015, lo que obedece a las características propias de la actividad que desarrolla CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.; no obstante, a partir del año 2016 supera la unidad, lo que implicó un capital de trabajo positivo.
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una política de financiamiento con un endeudamiento moderado mediante el uso de fuentes externas a la empresa, es así que luego de haberse ubicado en 1,44 veces en 2015, pasó a 1,58 veces en diciembre de 2018.
- El análisis de las cuentas por cobrar a clientes, sin considerar las provisiones para cuentas incobrables, revela que la calidad de la cartera, en términos generales es saludable; no obstante, se observa un ligero deterioro en su estructura en relación al año anterior, pues a diciembre de 2018 la cartera por vencer representó el 89,32% de la cartera total (99,29% en diciembre 2017). Por otro lado, la cartera vencida en 2018 significó el 10,68% de la cartera total (en diciembre 2017 representó apenas el 0,71%). Pese al incremento en la participación de la cartera vencida, todavía se encuentra dentro de un rango aceptable para el giro de negocio de la compañía.
- La empresa registra un importante valor como cuentas por cobrar a compañías relacionadas (corto y largo plazo), es así que al 31 de diciembre del 2018 alcanzó una suma de USD 333,04 millones (49,40% de los activos totales), reflejando un incremento en relación a diciembre de 2017 cuando totalizaron USD 289,37 millones (47,01% de los activos). Cabe indicar, que el crédito que se otorga a las empresas relacionadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que el riesgo de no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos, podría ser mayor en escenarios económicos adversos y afectar la calidad de los activos de la compañía.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria de Accionistas de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., reunida en Guayaquil el 26 de julio de 2016 y por diferimiento reinstalada el 02 de agosto del mismo año, resolvió aprobar por mayoría que la compañía realice la Sexta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo por un monto de hasta USD 20,00 millones, la misma junta aprobó también por mayoría, que la compañía realice el Primer Programa de Emisión de Papel Comercial por un monto de hasta USD 10,00 millones.
- Con fecha 11 de agosto de 2016, CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. en calidad de Emisor, SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV como Agente Colocador y el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los Obligacionistas, ante la Notaría Vigésima Segunda del Cantón Guayaquil, suscribieron la escritura de la Sexta Emisión de Obligaciones de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.
- Con fecha 20 de octubre de 2016, SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV, inició el proceso de colocación de los valores aprobados para esta emisión, llegando a colocar hasta el 28 de octubre de 2016 el 100% del monto total aprobado por USD 20,00 millones.
- La Sexta Emisión de Obligaciones de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo
 - No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - ✓ De forma excepcional, y previa solicitud motivada, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros podrá autorizar una emisión de obligaciones que contemple como resguardos indicadores

inferiores a los arriba señalados, siempre que verifique que tales indicadores corresponden al sector de la economía al que pertenezca dicha compañía.

- ❖ Por lo mencionado anteriormente, la compañía se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 0,75 a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores
- ✓ Al 31 de diciembre de 2018, la compañía cumplió con todos los resguardos listados anteriormente.
- Adicionalmente, el emisor mientras esté vigente la emisión limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Paralelamente mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 1,5 veces el patrimonio de la compañía.
 - ❖ Al 31 de diciembre de 2018, la relación se encontró dentro del límite con 0,76 veces.
- Al 31 de diciembre de 2018, la compañía presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 569,02 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 455,22 millones; determinando que el saldo de la Sexta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa. De esta forma, se pudo apreciar que el monto máximo de emisión presentó una cobertura de 78,04 veces sobre el saldo de capital de la emisión.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda, lo que se evidencia en los resultados reales de la compañía.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Uno de los riesgos a los que se expone la empresa, tiene relación con el precio de los productos comercializados. A pesar de que éstos no han fluctuado mayormente, un eventual incremento en el precio de la mercadería, produciría un aumento en los costos de la empresa, lo cual tendría un impacto negativo sobre los resultados financieros de la empresa.
- La imposición de medidas regulatorias relacionadas con la implementación de impuestos a las mercaderías que comercializa la empresa, impactaría en los costos de comercialización y reduciría el margen bruto de la compañía. Sin embargo, el sector tiene capacidad de traslado de los incrementos en costos, al precio de sus productos.
- El surgimiento de nuevos competidores en el mercado local, podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo.
- La implementación de políticas gubernamentales restrictivas, ya sean comerciales, fiscales (mayores impuestos, mayores aranceles), u otras, representan un riesgo permanente que genera incertidumbre, no sólo para compañías como CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., sino para todo tipo de compañías en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- Factores externos políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda y se vea disminuido el volumen de ventas de la empresa.
- La composición de activos de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. podría verse alterada como consecuencia de la variación en sus cuentas por cobrar relacionadas (corto y el largo plazo) pues a diciembre de 2018 representaron el 49,40% del total de activos. El riesgo de no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos podría ser mayor en escenarios económicos adversos y afectar la calidad de los activos de la compañía.

Según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

En primera instancia resulta importante señalar que los activos que respaldan la Sexta Emisión de Obligaciones – CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. son los inventarios libres de gravamen, por lo que entre los riesgos asociados a éstas podrían ser:

- El inventario que respalda la emisión, podría verse afectado por eventos externos, ajenos o fuera del control de la compañía, como por ejemplo robo, incendio, catástrofes naturales, atentados u otros similares, sin embargo, con el objetivo de disminuir el impacto de este tipo de riesgos la compañía protege sus inventarios con pólizas de seguros.
- Los inventarios de la compañía podrían verse afectados por un desabastecimiento de los proveedores tanto nacionales como internacionales.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los materiales y productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión.
- Finalmente, al referirnos al inventario, presenta un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender principalmente de que la empresa esté normalmente operando.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Al 31 de diciembre 2018, la empresa registra dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a relacionadas (corto y largo plazo) por USD 333,04 millones, por lo que los riesgos asociados a éstas podrían ser:

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

Sin embargo, se debe indicar que, según certificado emitido por CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., dentro de las cuentas por cobrar que respaldan la emisión no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Sexta Emisión de Obligaciones – CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., del 26 de julio de 2016 y por diferimiento reinstalada el 02 de agosto del mismo año.
- Escritura de la Sexta Emisión de Obligaciones del 11 de agosto de 2016.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2015, 2016 y 2017 de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, al 31 de diciembre de 2018.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

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

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

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

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

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa o cuando las circunstancias lo ameriten. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., conformada por más del 90% de sus accionistas, reunida en Guayaquil el 26 de julio de 2016 y por diferimiento reinstalada el 02 de agosto del mismo año, resolvió autorizar que la compañía realice la Sexta Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 20,00 millones, conjuntamente con el Primer Programa de Papel Comercial por un monto de hasta USD 10,00 millones.

Con fecha 11 de agosto de 2016, CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. como Emisor, conjuntamente con SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV como Agente Colocador y el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los Obligacionistas, ante la Notaria Vigésima Segunda del Cantón Guayaquil, suscribieron la escritura de la Sexta Emisión de Obligaciones de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., siendo sus características las siguientes:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES - CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.					
Emisor	CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.				
Capital a Emitir	20'000.000,00				
Unidad Monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América.				
Obligaciones	Desmaterializadas, con un valor nominal mínimo de USD 1.000,00.				
Clase, Plazo, Monto, Tasa de Interés	CLASE	PLAZO	MONTO (USD)	TASA	
	J	720 días	5.000.000,00	8,00% fija anual	

		K	1.080 días	10.000.000,00	8,50% fija anual	
		L	1.440 días	5.000.000,00	9,00% fija anual	
Pago de intereses	Cada 90 días.					
Amortización de Capital	Cada 90 días.					
Forma de cálculo de intereses	30/360					
Fecha de la Emisión	Fecha valor en la clase sea negociada.					
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.					
Tipo de Oferta	Pública.					
Destino de los recursos a captar	50% para financiar parte del Capital de Trabajo del giro propio de la empresa, específicamente compra de productos, adecuaciones, equipamiento y mejoras en los locales comerciales y bodegas nuevas y existentes; y 50% para reestructuración de pasivos con Instituciones Financieras locales.					
Rescates anticipados	No contempla sorteos ni rescates anticipados.					
Representante de Obligacionistas	ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.					
Sistema de colocación	En forma bursátil.					
Agente Asesor y Colocador	SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV					
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:					
	<ul style="list-style-type: none"> • Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ul style="list-style-type: none"> a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1) a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. • No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. • Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros. 					
	De forma excepcional, y previa solicitud motivada, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros podrá autorizar una emisión de obligaciones que contemple como resguardos indicadores inferiores a los arriba señalados, siempre que verifique que tales indicadores corresponden al sector de la economía al que pertenezca dicha compañía.					
Límite de Endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> • Por lo mencionado anteriormente, la compañía se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 0,75 a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores. <p>El emisor mientras esté vigente la emisión limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Paralelamente mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 1,5 veces el patrimonio de la compañía.</p>					

Fuente: Contrato de Emisión / Elaboración: Class International Rating

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

CUADROS 2, 3 y 4: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE J					CLASE K				
Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo	Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
26-oct-16				5.000.000	26-oct-16				10.000.000
26-ene-17	625.000	100.000	725.000	4.375.000	26-ene-17	833.333	212.500	1.045.833	9.166.667
26-abr-17	625.000	87.500	712.500	3.750.000	26-abr-17	833.333	194.792	1.028.125	8.333.333
26-jul-17	625.000	75.000	700.000	3.125.000	26-jul-17	833.333	177.083	1.010.417	7.500.000
26-oct-17	625.000	62.500	687.500	2.500.000	26-oct-17	833.333	159.375	992.708	6.666.667
26-ene-18	625.000	50.000	675.000	1.875.000	26-ene-18	833.333	141.667	975.000	5.833.333
26-abr-18	625.000	37.500	662.500	1.250.000	26-abr-18	833.333	123.958	957.292	5.000.000
26-jul-18	625.000	25.000	650.000	625.000	26-jul-18	833.333	106.250	939.583	4.166.667
26-oct-18	625.000	12.500	637.500	-	26-oct-18	833.333	88.542	921.875	3.333.333
	5.000.000	450.000	5.450.000		26-ene-19	833.333	70.833	904.167	2.500.000
					26-abr-19	833.333	53.125	886.458	1.666.667
					26-jul-19	833.333	35.417	868.750	833.333

26-oct-19	833.333	17.708	851.042	-
	10.000.000	1.381.250	11.381.250	

CLASE L				
Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
26-oct-16				5.000.000
26-ene-17	312.500	112.500	425.000	4.687.500
26-abr-17	312.500	105.469	417.969	4.375.000
26-jul-17	312.500	98.438	410.938	4.062.500
26-oct-17	312.500	91.406	403.906	3.750.000
26-ene-18	312.500	84.375	396.875	3.437.500
26-abr-18	312.500	77.344	389.844	3.125.000
26-jul-18	312.500	70.313	382.813	2.812.500
26-oct-18	312.500	63.281	375.781	2.500.000
26-ene-19	312.500	56.250	368.750	2.187.500
26-abr-19	312.500	49.219	361.719	1.875.000
26-jul-19	312.500	42.188	354.688	1.562.500
26-oct-19	312.500	35.156	347.656	1.250.000
26-ene-20	312.500	28.125	340.625	937.500
26-abr-20	312.500	21.094	333.594	625.000
26-jul-20	312.500	14.063	326.563	312.500
26-oct-20	312.500	7.031	319.531	-
	5.000.000	956.250	5.956.250	

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de diciembre de 2018)

Con fecha 10 de octubre de 2016, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, resolvió aprobar la Sexta Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 20,00 millones bajo la Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.16.0005302, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 12 de octubre de 2016. Cabe indicar, que el plazo de vigencia de la oferta pública fue hasta el 10 de julio de 2017.

Colocación de los Valores

Con fecha 20 de octubre de 2016, SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV inició la colocación de los valores, determinando que hasta el 28 de octubre de 2016 logró colocar el 100% de la emisión aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros; es decir el monto de USD 20, 00 millones.

Saldo de Capital

Después de haber cancelado el octavo dividendo de capital e intereses a los obligacionistas de las tres clases, el saldo de capital al 31 de diciembre de 2018, ascendió a la suma USD 5,83 millones.

Garantías y Resguardos

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

- ❖ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

- ❖ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

De forma excepcional, y previa solicitud motivada, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros podrá autorizar una emisión de obligaciones que contemple como resguardos indicadores inferiores a los arriba señalados, siempre que verifique que tales indicadores corresponden al sector de la economía al que pertenezca dicha compañía.

- ❖ Por lo mencionado anteriormente, la compañía se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, **mayor o igual a 0,75** a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

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

Límite de Endeudamiento

El emisor mientras esté vigente la emisión limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Paralelamente mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 1,5 veces el patrimonio de la compañía.

- ❖ Al 31 de diciembre de 2018 la compañía cumplió con lo todo listado anteriormente. En el siguiente cuadro se puede apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 5: RESGUARDOS CUANTIFICABLES

INDICADOR	Límite	Semestre	dic-18	Cumplimiento
Indicador promedio semestral de liquidez o circulante	mayor o igual a 0,75	1,12	-	Sí
Activos reales sobre los pasivos	mayor o igual a uno (1)	-	1,50	Sí
Pasivos con costo de hasta 1,5 veces el patrimonio de la compañía.	hasta 1,5 veces	-	0,76	Sí

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el detalle del cálculo del indicador promedio de liquidez. En virtud de que la aprobación de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se realizó en el mes de octubre, el promedio se calculará en semestres octubre-marzo y abril-septiembre, según corresponda.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ

Rubro	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	PROMEDIO
Activos corrientes (USD)	294.372.966	295.176.422	301.614.763	298.846.316	308.107.978	298.344.794	1,12
Pasivos corrientes (USD)	272.720.460	271.139.061	273.622.652	263.126.333	267.551.170	253.042.150	
Índice Liquidez (Veces)	1,08	1,09	1,10	1,14	1,15	1,18	

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Sexta Emisión de Obligaciones estará respaldada por una Garantía General otorgada por CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Dicho esto, se pudo apreciar que, al 31 de diciembre de 2018, CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., estuvo conformada por un total de activos de USD 674,23 millones, de los cuales el 100,00% son activos libres de gravamen. A continuación se evidencia el detalle de lo mencionado:

CUADRO 7: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN A DICIEMBRE DE 2018 (USD)

Activos	Libres	%
Disponibles	45.858.005	6,80%
Exigibles	355.899.750	52,79%
Realizables	145.432.272	21,57%
Propiedad Planta y Equipo	72.446.097	10,75%

Otros activos	54.593.906	8,10%
TOTAL	674.230.031	100,00%

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de diciembre de 2018, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias¹.

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

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

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 las deducciones que establece la normativa de USD 569,02 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 455,22 millones; determinando que el saldo de la Sexta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa. De esta forma, se pudo apreciar que el monto máximo de emisión presentó una cobertura de 78,04 veces sobre el saldo de capital de la emisión.

CUADRO 8: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN A DICIEMBRE DE 2018 (USD)

Descripción	USD
Total Activos (USD)	674.230.031
(-) Activos Diferidos o Impuestos Diferidos (USD)	39.562.713
(-) Activos Gravados (USD)	-
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ² (USD)	4.370.284
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD)	61.258.500
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se espera que existan ³ (USD)	-
(-) Derechos Fiduciarios ⁴ (USD)	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵ (USD)	15.073
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	569.023.462
80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Emisión (USD)	455.218.769
Saldo de Capital VI Emisión de Obligaciones (USD)	5.833.333
Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)	97,55
80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	78,04

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

¹ “La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

² Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

³ En los que el Emisor haya actuado como Originador.

⁴ 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.

⁵ 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.

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 monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,63 veces⁶ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que los valores que mantiene en circulación representan el 12,82% del 200% del patrimonio al 31 de diciembre de 2018 y el 25,63% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 9: CÁLCULO 200% DEL PATRIMONIO A DICIEMBRE DE 2018 (USD)

Descripción	USD
Patrimonio	261.770.656
200% del Patrimonio (USD)	523.541.312
Saldo de la IV Emisión de Obligaciones	2.196.000
Saldo de la V Emisión de Obligaciones	4.687.500
Saldo de la VI Emisión de Obligaciones	5.833.333
Saldo de la VII Emisión de Obligaciones	19.375.000
Saldo de la VIII Emisión de Obligaciones	20.000.000
Saldo de la II Emisión de Papel Comercial	15.000.000
Total Obligaciones	67.091.833
Total Obligaciones / 200% del Patrimonio	12,82%
Total Obligaciones / Patrimonio	25,63%

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

CUADRO 10: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (miles USD)

Rubro	2018 ⁷	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas	1.119.848	1.130.408	1.141.712	1.153.129	1.164.660	1.176.307
Costo de Ventas	855.799	864.357	873.001	881.731	890.548	899.453
Utilidad Bruta	264.049	266.051	268.712	271.399	274.113	276.854
Gastos de Operación	224.081	225.019	227.269	229.542	231.838	234.156
Utilidad Operacional	39.967	41.032	41.442	41.857	42.275	42.698
Gastos Financieros	13.662	12.200	11.400	11.514	11.629	11.745
Otros ingresos/egresos	6.838	6.906	6.975	7.045	7.116	7.187
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	33.143	35.738	37.017	37.388	37.762	38.139
Participación Trabajadores	4.971	5.361	5.553	5.088	5.664	5.721
Impuesto a la Renta	7.043	7.594	7.866	8.075	8.024	8.105
Utilidad Neta	21.129	22.783	23.599	24.224	24.073	24.314

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

En las proyecciones del estado de resultados, se considera un crecimiento en las ventas de 5,29% en 2018 frente a los resultados reales del año anterior, mientras que para los siguientes años el crecimiento bordearía el 1%. En cuanto al costo de ventas, en promedio (2018-2023) estos significarían el 76,46% de los ingresos; por lo que se tendría un margen bruto con una participación sobre los ingresos del 23,54%. Por su parte, los gastos operacionales significarían en promedio del 19,92% de los ingresos, generando así un margen operacional del 3,62% sobre las ventas.

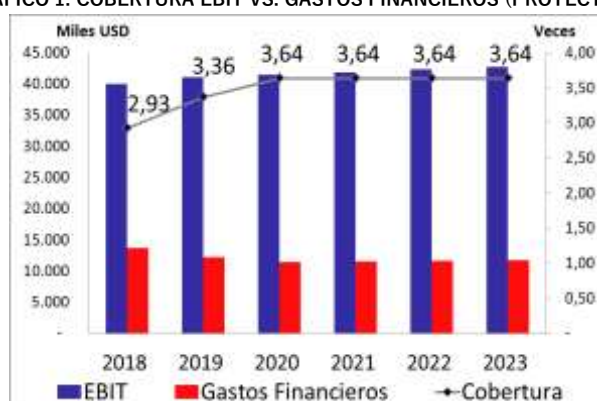
⁶ (Total Activos Deducidos – emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

⁷ Sobre la base de los dos trimestres con cifras reales, la estructuración proyectó los dos últimos trimestres del año 2018.

La proyección contempla además, los gastos financieros correspondientes a las emisiones y los compromisos financieros que mantiene y proyecta la compañía. También considera otros ingresos y egresos el impuesto a la renta y la participación a trabajadores, con lo que la compañía alcanzaría una utilidad neta de USD 21,13 millones en 2018 e incrementaría a USD 24,31 millones en 2023, con una participación promedio (2018-2023) sobre los ingresos de 2,03%.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBIT frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. De esta forma, de acuerdo al modelo analizado, existe una cobertura positiva que pasaría de 2,93 veces en el año 2018 a 3,64 veces en 2023, denotándose que el emisor gozaría en todos los periodos de una capacidad de pago adecuada de los gastos señalados, pues sus fondos propios superan los gastos financieros.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, en lo que concierne al flujo de efectivo, la estructuración contempla la actividad operativa, las inversiones en activos y las actividades de financiamiento. La proyección indica que la compañía gozaría del suficiente flujo de efectivo para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer, incluyendo las relacionadas con los procesos vigentes que CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. posee en el Mercado de Valores y la Octava Emisión de Obligaciones. Con lo dicho, en el año 2018 la compañía reflejaría un nivel de cobertura de los flujos frente al pago de obligaciones financieras y de las emisiones vigentes y nuevas de 1,53 veces y al cierre de 2023 la cobertura sería de 3,13 veces.

CUADRO 11: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (miles USD)

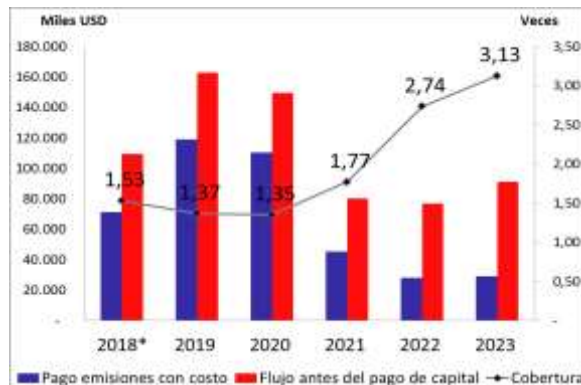
Descripción	2018 ⁸	2019	2020	2021	2022	2023
FLUJOS DE OPERACIÓN						
Ingresos de actividades ordinarias	550.281	1.069.193	1.079.885	1.091.570	1.102.485	1.113.510
Otros Ingresos	32.056	60.347	60.950	61.560	62.175	62.797
Proveedores	(425.669)	(792.017)	(799.937)	(873.256)	(881.988)	(890.808)
Gastos Administrativos	(110.264)	(223.896)	(226.134)	(229.542)	(231.838)	(234.156)
Pago de dividendos	(3.827)	-	-	-	-	-
Pago a compañías relacionadas, neto	22.434	(6.000)	(12.000)	(12.000)	(12.000)	(12.000)
Flujo de efectivo utilizado en operación	65.011	107.627	102.763	38.331	38.835	39.343
FLUJOS DE INVERSIONES						
Inversiones activos	(2.000)	(4.000)	(4.000)	(4.000)	(4.000)	(4.000)
Flujo de efectivo utilizado en Inversión	(2.000)	(4.000)	(4.000)	(4.000)	(4.000)	(4.000)
FLUJOS DE FINANCIAMIENTO						
Ingresos financieros	4.596	6.906	6.975	7.045	7.116	7.187
Nuevo Programa de Papel comercial	14.100	14.100	-	-	-	-
Colocación Octava Emisión de Obligaciones	20.000	-	-	-	-	-
Pago Primer Programa Papel comercial	(10.000)	-	-	-	-	-
Pago Obligaciones Bancarias	(48.304)	(79.539)	(82.573)	(34.500)	(21.000)	(25.000)
Pagos de emisión de obligaciones vigentes	(13.149)	(19.010)	(7.835)	(6.086)	(2.621)	-
Pago Programa II Programa de Papel Comercial	-	(15.000)	(15.000)	-	-	-
Pago Capital Octava emisión de Obligaciones	-	(4.000)	(4.000)	(4.000)	(4.000)	(4.000)
Pago Interés Octava emisión de Obligaciones	-	(1.434)	(1.124)	(814)	(504)	(194)

⁸ Últimos dos trimestres proyectados del 2018

Flujo de efectivo utilizado en Financiamiento	(32.756)	(97.977)	(103.556)	(38.355)	(21.009)	(22.007)
Flujo Neto Generado	30.255	5.650	(4.793)	(4.024)	13.825	13.336
Saldo inicial de Efectivo	7.898	38.153	43.803	39.010	34.986	48.812
Flujo de Efectivo al Final del periodo	38.153	43.803	39.010	34.986	48.812	62.148

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA FLUJOS VS. PAGO DEUDA⁹



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, es importante indicar que la calificadora realizó el estrés al modelo de proyecciones, al afectar a una de las variables de mayor peso dentro de la estructura financiera (costos de venta), con el fin de evaluar la capacidad de soporte del negocio. De esta forma, se observó que el modelo podría alcanzar incrementos mínimos en la participación de los costos con respecto a las ventas, pudiendo llegar a representar el 78,30% de los ingresos durante 2018-2019 y expandirse hasta representar el 78,50% los siguientes años, antes de que se tengan resultados negativos. Esto se considera bajo un análisis donde todas las demás variables permanecen constantes.

Adicionalmente, se aplicó un estrés al flujo de efectivo para determinar la capacidad de la empresa de generar flujos finales positivos, considerando una afectación a los egresos por pago a proveedores del +2,15% para los años 2018-2019, del +0,50% de 2020-2021 y de +1,50% para 2022-2023, observándose que estos serían los crecimientos máximos que soportaría el modelo, antes de generar flujos finales de efectivo negativos.

Comparativo de Resultados Reales vs, lo Proyectado

Para el análisis comparativo, se consideraron los resultados proyectados por el estructurador financiero a diciembre de 2018 frente a los resultados reales arrojados por la compañía para el mismo periodo, esperándose así un cumplimiento cercano al 100,00%. En cuanto a los ingresos reales, estos alcanzaron un cumplimiento del 102,04% de lo estimado, mientras que los costos de ventas presentaron un cumplimiento de 100,47%, por lo que el margen bruto creció a un 107,13% del valor proyectado. Por su parte, los gastos administrativos presentaron un cumplimiento del 105,05%, lo que permitió que la utilidad operativa crezca alcanzando un cumplimiento de 118,79% del valor estimado inicialmente.

Finalmente, una vez considerados los gastos financieros y otros ingresos / egresos no operacionales, la compañía arrojó una utilidad antes de impuestos y participación que representó un 117,52% del monto estimado para el cierre del año 2018.

CUADRO 12: RESULTADOS PROYECTADOS VS. REALES (miles USD)

Cuenta	Diciembre 2018 (miles USD)		
	2018 Proyectado	2018 Real	Cumplimiento
Ingresos	1.119.848	1.142.681	102,04%
Costo de ventas y servicios	855.799	859.807	100,47%
Utilidad bruta	264.049	282.875	107,13%
Gastos administrativos y ventas	224.081	235.398	105,05%

⁹ Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de obligaciones financieras y de emisiones vigentes y nuevas en el Mercado de Valores.

Utilidad operativa	39.967	47.476	118,79%
Gastos financieros	13.662	15.862	116,10%
Otros ingresos / egresos neto	6.838	7.336	107,28%
Utilidad antes de impuestos	33.143	38.951	117,52%

Fuente: Estructuración Financiera y Corporación el Rosado / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía

Sector Real

De acuerdo con la actualización de las estimaciones de corto plazo realizadas por la ONU, se elevó a 3,2% el crecimiento mundial de la economía para 2018 y 2019, lo cual se sustentaría en la aceleración salarial, mejores condiciones de inversión y el efecto a corto plazo de un paquete de estímulo fiscal en los Estados Unidos. Sin embargo, en paralelo con la mejora del crecimiento mundial persiste un aumento en los riesgos para las perspectivas económicas, incluido un aumento en la probabilidad de conflicto comercial entre las principales economías, mayor incertidumbre sobre el ritmo de ajuste de la política monetaria, altos y crecientes niveles de deuda y mayores tensiones geopolíticas¹⁰.

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la constricción de las condiciones financieras y el ajuste necesario de las políticas en Argentina; los efectos de las huelgas y la incertidumbre política en Brasil; y las tensiones comerciales y la prolongada incertidumbre que rodea la renegociación del TLCAN y el programa de políticas del nuevo gobierno en México. Las publicaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización de las Naciones Unidas (ONU) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indican que en 2018 las perspectivas de crecimiento económico para América Latina y el Caribe son positivas (salvo en el caso de Venezuela y Argentina), aunque podrían verse comprometidas por algunos riesgos a la baja. Para el FMI, el crecimiento regional fue de 1,3% en 2017, y estima un ligero aumento de 1,2% en 2018 y 2,2% en 2019¹¹.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico moderado para el año 2018. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), la economía crecería un 1,1% en 2018, cifra menor a la previsión inicial, debido a problemas de déficit fiscal, que se reflejan en una reducción del gasto corriente y de la inversión pública¹². Por su parte, los pronósticos de crecimiento del Banco Mundial se reducen a 1,5% en 2018 y 1,6% en 2019¹³. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento del 1,0% en 2018

¹⁰ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP_2018_Mid-year_Update.pdf

¹¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹² <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/sector-real> y <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/10/23/nota/7013945/economia-ecuador-creceria-11-2018-ajuste-fiscal-segun-banco-central>.

¹³ <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/30478/211373SP.pdf>

y 0,9% en 2019¹⁴. De igual forma, el Fondo Monetario Internacional (FMI), rebajó las estimaciones de crecimiento del país a 1,1% en 2018 y 0,7% en 2019¹⁵. El centro de investigación Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes), advierte que ese crecimiento no implica una verdadera recuperación de la economía porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión¹⁶.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a diciembre de 2018 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 13: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) III trimestre 2018	18.064,20	Crecimiento anual PIB (t/t-4) III trimestre 2018	1,37%
Deuda Externa Pública como % PIB (noviembre - 2019)	32,02%	Inflación mensual (diciembre- 2018)	0,10%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - nov 2018	-514,80	Inflación anual (diciembre - 2018)	0,27%
RI (millones USD al 11 de enero - 2019)	2.626,81	Inflación acumulada (diciembre - 2018)	0,27%
Riesgo país (17 - enero - 2019)	715,00	Remesas (millones USD) III trimestre 2018	768,07
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 17 - enero- 2019)	52,07	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2018)	4,80%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹⁷. Al tercer trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 18.064,20 millones y reflejó una variación interanual de 1,37% y un crecimiento trimestral de 0,88%, donde el gasto de consumo final de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia en la variación interanual¹⁸.

Durante enero a noviembre 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 20.415,04 millones, siendo superior en 17,76% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 17.335,57 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (39,2%), bienes de consumo (15,5%), bienes de capital (13,2%), materias primas (12,1%) y productos diversos (49,3%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** entre enero y noviembre de 2018 alcanzaron USD 19.900,24 millones, siendo superiores en 14,63% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 17.360,05 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -4,7%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 31,2%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 44,2 durante enero-octubre 2017 a USD 60,8 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-noviembre de 2018 crecieron en 5,28% frente al mismo periodo del 2017, alcanzando USD 11.675,03 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, por la Cámara de Representantes de Estados Unidos¹⁹, así como el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de

¹⁴ <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

¹⁵ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹⁶ <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-crecera-el-2-en-2018>

¹⁷ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

¹⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

¹⁹ <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo²⁰. A través de la ronda petrolera "Intracampos", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país²¹. La OPEP y sus aliados, anunciaron el 6 de diciembre 2018 una reducción conjunta de su producción petrolífera de 1,2 millones de barriles diarios al primer semestre de 2019, para evitar un exceso de oferta y frenar así la caída de los precios que se evidencia desde octubre 2018. Ecuador deberá reducir 2,5% de una producción de 524.000 barriles diarios. Actualmente, Ecuador tiene una producción de 515.000 barriles diarios²².

El precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, ascendió a USD 70,75 a octubre, y cae a USD 49,52 a diciembre de 2018. La proforma presupuestaria 2019, estima un valor de USD 50,05 para las exportaciones de petróleo.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO (WTI)



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)²³ / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta diciembre de 2018 sumó USD 15.133,37 millones, siendo un 14,43% superior a lo registrado entre enero-diciembre 2017 (USD 13.224,89 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 6.739,46 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 5.319,72 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.206,09 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 985,44 millones²⁴.

La **inflación** anual en diciembre de 2018 fue de 0,27%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa desde septiembre 2017 hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en 0,10%, lo que se debe, principalmente a la variación en los precios de los segmentos de recreación y cultura; transporte; y, bienes y servicios diversos.

En referencia al **salario nominal promedio**, a diciembre de 2018, se mantuvo en USD 450,26²⁵; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 386,00; y a partir de enero 2019 se fijó a este último en USD 394,00²⁶. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 107,08 a diciembre 2018²⁷. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a diciembre de 2018, ésta se ubicó en USD 715,16²⁸, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 100,75% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a diciembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 65,6% se halla económicamente activa (8,03 millones de personas).

²⁰ <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

²¹ <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

²² <http://noticiasbvg.com/la-cotizacion-del-petroleo-cae-pese-al-recorte-de-la-opep/>

²³ https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm

²⁴ <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

²⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201812.pdf>

²⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/salario-basico-incremento-ecuador-2019.html>

²⁷ Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2014=100.

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Precios/Indices/PSEMensual.htm>

²⁸ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Diciembre-2018/Boletin_tecnico_12-2018-IPC.pdf

Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 3,7% (4,6% a diciembre 2017) y el **empleo bruto nacional** se ubicó en 63,2% (64,6% a diciembre 2017), donde el **empleo adecuado** fue de 40,6%, inferior en 1,7% al registrado en diciembre 2017 (42,3%)²⁹. Estas variaciones son estadísticamente significativas. Los resultados de la encuesta muestran además un incremento significativo de la tasa de otro empleo no pleno que pasó de 24,1% en diciembre 2017 a 28,8% en diciembre 2018. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral³⁰.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 23,2% a diciembre 2018, implicando un incremento de 1,7% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 8,4% a diciembre de 2018, reflejando un incremento de 0,5% en relación a diciembre de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (9,9%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (2,4%), mientras que Cuenca presenta la menor tasa de pobreza (4,2%) y menor pobreza extrema (0,8%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde estos indicadores superan a los obtenidos en las ciudades; así, la pobreza en el área rural alcanzó el 40,0% en diciembre 2018. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre 2018 se ubicaron en USD 84,79 y USD 47,78 mensuales por persona respectivamente³¹.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,62% para enero de 2019, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 7,99%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,37%³².

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron más restrictivos en el otorgamiento de los créditos productivo y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue negativo. En cambio, los créditos de consumo fueron menos restrictivos y para vivienda el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en microcrédito y más restrictivas en consumo y vivienda³³.

El flujo de **remesas** que ingresó al país el III trimestre de 2018 totalizó USD 768,07 millones, cifra superior en 0,10% con respecto al II trimestre del mismo año y mayor en 2,11% en relación al III trimestre del 2017. El incremento se atribuye al desempeño de la economía estadounidense, dinamismo del mercado laboral, temor de los migrantes a que se den futuras restricciones a las transferencias de dinero desde Estados Unidos y un aumento en el nivel de empleo en España. Al III trimestre de 2018, el 90,96% del total de remesas recibidas provinieron de los países: Estados Unidos (USD 436,23 millones), España (USD 201,11 millones), Italia (USD 38,75 millones) y México (USD 22,54 millones). Guayas, Azuay, Pichincha y Cañar concentraron el 75,24% del total de remesas (USD 577,92 millones)³⁴.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2018 fueron de USD 200,44 millones; monto superior en 34,68% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 148,83 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, construcción, comercio, explotación de minas y canteras e industria manufacturera. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Holanda, Uruguay, China, España, Colombia, Bélgica, Bermudas, Chile, Inglaterra, Italia, Estados Unidos y otros³⁵.

Al mes de diciembre de 2018, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 35.695,5 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 12,43% superior con respecto a diciembre de 2017 (USD 31.749,8 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta noviembre 2018 fue de USD 8.091,6 millones, que equivale al 7,39% del PIB³⁶, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al

²⁹ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018_Presentacion_Mercado%20Laboral.pdf

³⁰ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

³¹ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812_Pobreza.pdf

³² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

³³ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIT-2018.pdf>

³⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201803.pdf>

³⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

³⁶ La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.454,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

mes de diciembre de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 45,2% del PIB³⁷, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 48.000 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB³⁸.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017 y USD 2.677 millones en 2018. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 11 de enero de 2019 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 2.626,81 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo³⁹. Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana bajó de B3 estable a B3 negativo, cuando Ecuador consiguió en diciembre de 2018 deuda por USD 900 millones de China, lo cual indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país⁴⁰. De igual forma, la agencia Fitch Rating bajó la calificación crediticia de Ecuador por segunda vez en menos de seis meses. Así, la calificación pasó de B- con perspectiva estable en agosto de 2018 a B- con perspectiva negativa en enero de 2019. Las principales razones para la baja en la calificación son las crecientes necesidades de financiamiento del Gobierno, la falta de recursos del fisco, la falta de profundidad en el programa de optimización del gasto público y del tamaño del Estado, el cuestionamiento de la efectividad del préstamo de China, entre otros. Pese a que el Gobierno estima cerca de USD 8.000 millones en necesidades de financiamiento para 2019, Fitch considera que el país necesitará, al menos, 9.000 millones de nueva deuda⁴¹.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas para reducir el gasto fiscal en 2018, está la Ley de Fomento Productivo y los incentivos tributarios⁴², la remisión tributaria, el Plan de Prosperidad 2018-2021 en el que se redujo el subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial⁴³, al mismo tiempo que se anunció una reducción de subsidios a los combustibles de gasolina Extra y Ecopais⁴⁴. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, el 2018 se cerró con un déficit fiscal de USD 3.333,9 (3% del PIB), reflejando una reducción de 42,9% frente a 2017⁴⁵.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., se constituyó en Ecuador el 22 de noviembre de 1954, originalmente la empresa se constituyó para dedicarse a la importación de mercaderías, productos elaborados y en general, a la compra y venta de mercaderías nacionales y extranjeras, muebles e inmuebles, acciones y representaciones. En el año 2005 decidió ampliar el objeto social para sus actividades, incluyendo entre otros, telecomunicaciones y ensamblaje de vehículos, el plazo de duración de la compañía conforme consta en la página de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros es hasta el 22 de noviembre del 2054.

El objeto social de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., es dedicarse a la compra venta y reventa, importación y exportación, y a la industrialización y comercialización en el mercado nacional e internacional, por cuenta propia o ajena, al por mayor y menor de todo tipo de alimentos, ropa, licores, etc. Actualmente la empresa cuenta con

³⁷ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/01/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%ABlica-Diciembre-2018-FINAL_okOK.pdf

³⁸ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

³⁹ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

⁴⁰ <http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/>

⁴¹ <https://lahora.com.ec/quito/noticia/1102214497/agencia-fitch-vuelve-a-bajar-la-calificacion-credicia-de-ecuador>

⁴² <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

⁴³ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

⁴⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/12/18/nota/7104063/asambleista-advierte-que-gobierno-actualiza-precios-combustibles>

⁴⁵ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/09/nota/7129304/deficit-cae-casi-mitad-dice-finanzas>

95 establecimientos (Comisariatos, Hipermarkets, Ferrisariatos, y otros de su división de entretenimiento), 52 en la ciudad de Guayaquil, 12 en Quito, 2 en Manta, 3 en Samborondón, 4 en Durán y Daule, 2 en Rumiñahui y 1 en Machala, La Libertad, Portoviejo, Quevedo, Riobamba, Milagro, Santo Domingo, Babahoyo, Playas, Sucre, Salinas, Santa Elena, El Guabo y Pasaje, Buena Fe y Vinces.

Las principales líneas de negocio de la empresa son las siguientes:

- **MI COMISARIATO:** Es una de las cadenas de supermercados más importantes del país.
- **HIPERMARKET:** Esta línea reúne bajo el mismo techo a MI COMISARIATO, FERRISARIATO, RIOSTORE y MI JUGUETERÍA.
- **FERRISARIATO:** Es la cadena de HOME CENTER más grande del país. FERRISARIATO es franquiciatario y distribuidor exclusivo de ACE HARDWARE, además posee marcas propias como TEKNO, BRIKO y FERRISARIATO.
- **RÍOSTORE:** Es la cadena de tiendas por departamento más grande del país, en sus secciones de ropa, calzado, perfumería, cosméticos y hogar. Cuentan con productos nacionales e importados.
- **MI JUGUETERÍA:** es la cadena de juguetería más importante del país.
- **MINI:** Es un nuevo concepto de almacenes de barrio creado por MI COMISARIATO, ofrece productos a mini precios.

La compañía también ha incursionado en las divisiones de entretenimiento, restaurantes y centros comerciales, a través de las siguientes cadenas:

- **División Entretenimiento:** METRÓPOLIS (Es una tienda de entretenimiento especializada en música, películas, equipos de audio y video), RADIO DISNEY y SUPERCINES (Es la cadena de cines más grande del Ecuador).
- **División Restaurantes:** Rock and Roll, Chili's y Carl's Jr.
- **División Centros Comerciales:** Riocentro Shopping, El Paseo Shopping y Complejo Comercial Ciudad El Dorado.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital social de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., al 31 de diciembre de 2018, asciende a USD 127,72 millones, monto que está constituido por 127.719.025 acciones, con un valor nominal de USD 1,00 por acción.

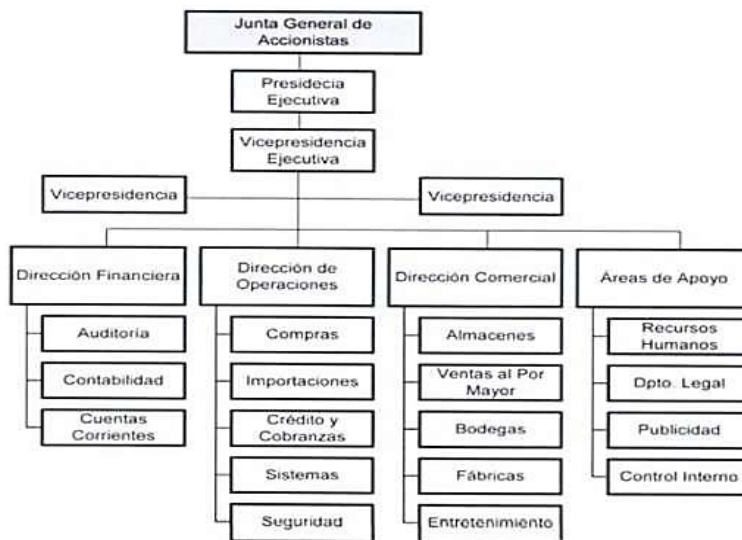
CUADRO 14: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	Participación %
FUSGAL TRADING S.A.	32.327.100	25,31%
NORTH PARK AVENUE INVESTMENT COMPANY LLC	26.458.354	20,72%
UPPER HUDSON INVESTMENT COMPANY	26.458.354	20,72%
UPPER NEW YORK INVESTMENT COMPANY LLC	26.458.354	20,72%
CZARNINSKI BAIER JOHNY JACOBO	10.243.990	8,02%
CZARNINSKI BAIER DANNY DAVID	5.772.873	4,52%
Total	127.719.025	100,00%

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

En cuanto a su administración y de acuerdo al organigrama, CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. está encabezada por la Junta General de Accionistas, seguida por el Presidente, el Vicepresidente Ejecutivo y los Vicepresidentes, más las diferentes áreas conforme se aprecia a continuación:

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.



Fuente y Elaboración: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.

La trayectoria y el reconocimiento de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. en el mercado, son el resultado, entre otras cosas, de la acertada administración, fruto de la experiencia de sus principales ejecutivos, los mismos que se presentan a continuación:

CUADRO 15: PRINCIPALES EJECUTIVOS

Nombre	Cargo
JOHNY JACOBO CZARNINSKI BAIER	Presidente Ejecutivo
ING. GAD CZARNINSKI	Vicepresidente
ING. YAEL CZARNINSKI	Vicepresidente

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

Conforme señalan sus administradores, CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., no cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo; sin embargo, su estructura organizacional y su gestión funcional, fueron establecidas de acuerdo al desarrollo de las actividades del negocio, requerimientos estratégicos y los objetivos empresariales.

Empleados

A diciembre de 2018, CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. contó con 7.590 colaboradores, inferior a lo registrado en octubre 2018 (7.613 personas), mismas que se encuentran distribuidas en oficinas y almacenes-bodegas.

Es relevante indicar que los empleados de la compañía no han conformado Sindicatos o Comité de empresa alguno, que pudieran afectar sus operaciones normales.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 16: VINCULADAS POR ACTIVIDAD COMERCIAL

Empresa	Vinculación	Descripción y Relación Estratégica
ADMINISTRADORA DEL PACIFICO SA ADEPASA	Administración y Accionaria	La compañía se dedica a la administración de centros comerciales propiedad de inmobiliarias LAVIE S.A., INMOBILIARIA MOTKE S.A, INMOBILIARIA MERIDIONAL S.A., las operaciones de la compañía incluyen actividades de administración, arrendamiento de locales donde funcionan los locales de CORPORACION EL ROSADO S. A.
SUPERCINES SA	Administración	La compañía se dedica a la administración de cines y operaciones correspondientes a la proyección de películas cinematográficas y cintas de video en cines, así como actividades relacionadas a cineclubes (entretenimiento, promociones artísticas) y corporación EL ROSADO S. A. brinda soporte logístico, sistemas, gestión comercial y marketing, mantenimiento y arriendo de activos fijos y SUPERCINES S. A., a través de su cadena de cines ofrece publicidad de las líneas de CORPORACION EL ROSADO S. A.
INMOBILIARIA MOTKE S.A	Administración y Accionarial	La compañía INMOBILIARIA MOTKE S.A. es propietaria de los inmuebles donde operan los locales de CORPORACION EL ROSADO S. A. que son administrados por ADEPASA S. A.
SUPER PUNTOS S.A. (SPSA)	Administración y Accionaria	Las operaciones de SUPER PUNTOS S.A. corresponden a actividad de promociones comerciales que consiste en otorgar 1 punto por cada dólar de compra en los establecimientos de compañías clientes, la cantidad de puntos otorgados puede variar dependiendo de acuerdos promocionales fijados con clientes específicos. Con cierto número de puntos más un valor adicional se puede canjear en establecimientos de CORPORACION EL ROSADO S. A productos participantes según catálogo y obtener descuentos en compras, los costos de los productos y el total de valores por descuentos son facturados desde el rosado a Súper Puntos.
UBESAIR S.A.	Administración	En la actualidad las operaciones de Ubesair S.A. corresponden fundamentalmente a la facturación de servicios profesionales por transporte de personal con base en contratos suscritos para la disponibilidad de sus aeronaves para uso del personal de las empresas del grupo. En consecuencia, la actividad de la compañía y sus resultados dependen fundamentalmente de la vinculación con las empresas del grupo el rosado.
COMDERE S.A.	Administración y Accionaria	Comdere S.A. se dedica a la venta de comidas y bebidas en bares - restaurantes para su consumo inmediato CORPORACION EL ROSADO S. A. le brinda soporte logístico, sistemas, gestión comercial y marketing, mantenimiento y arriendo de activos fijos.
PANADERIA DEL PACIFICO S.A.	Administración y Accionaria	Producción y ventas de productos de panadería y otros que son comercializados exclusivamente en los locales de corporación el rosado s. a.
ALIMENTOS DEL ECUADOR CIA LTDA ALIDOR	Administración	La compañía Alidor Cia Ltda. se dedica a actividades elaboración de salsas líquidas o en polvo, incluso mayonesa y mostaza, salsa de tomate que son comercializados exclusivamente en los locales de CORPORACION EL ROSADO S. A.
INMOBILIARIA LAVIE S.A.	Administración y Accionista	La compañía INMOBILIARIA LAVIE S.A. es propietaria de los inmuebles donde operan los locales de CORPORACION EL ROSADO S. A. que son administrados por Adepasa S. A.
INMOBILIARIA MERIDIONAL S.A. INMERISA	Administración y Accionista	La compañía inmobiliaria meridional s.a. es propietaria de los inmuebles donde operan los locales de CORPORACION EL ROSADO S. A. que son administrados por ADEPASA S. A.
CONSTRUCTORA ABIDI S.A.	Administración y Accionaria	La compañía constructora ABIDI S.A. presta servicios complementarios de mantenimiento y servicios de limpieza privada a los locales de CORPORACION EL ROSADO S. A.
CONSTRUCTORA ABACAM S.A.	Administración y Accionaria	La compañía constructora Abacam S.A presta servicios complementarios de mantenimiento y servicios de limpieza privada a los locales de Corporación El Rosado S. A.
INMOBILIARIA COLUMBIA S.A.	Administración	La compañía Inmobiliaria Columbia S.A. es propietaria de los inmuebles donde operan los locales de CORPORACION EL ROSADO S. A. que son administrados por Adepasa S. A.
BRIKO S.A.	Administración y Accionaria	La compañía BRIKO S.A. se dedica a la fabricación de muebles de madera, para uso de oficina y hogar los cuales son comercializados en los locales de CORPORACION EL ROSADO S. A.
ECOSAN S.A.	Administración	La compañía ECOSAN S.A. produce y vende bienes agrícolas los cuales son comercializados exclusivamente en los locales de CORPORACION EL ROSADO S. A.
RADIO CONCIERTO GUAYAQUIL S.A. CONCERTQUIL	Administración	Las actividades de la compañía, corresponden a la producción en cinta, en vivo, u otro medio de grabación de programas en estación de radio. Presta servicios de publicidad a CORPORACION EL ROSADO S. A. en frecuencias de radio
RADIO CONCIERTO S.A.	Administración	Las actividades de la compañía, corresponden a la producción en cinta, en vivo, u otro medio de grabación de programas en estación de radio y presta servicios de publicidad a CORPORACION EL ROSADO S. A. en frecuencias de radio
RADIO CONCIERTO CONCERT AUSTRO S.A.	Administración	Las actividades de la compañía, corresponden a la transmisión de sonido, datos u otro tipo de información por estaciones de difusión y retransmisión de radio. Presta servicios de publicidad a CORPORACION EL ROSADO S. A. en frecuencias de radio
ENTRETENIMIENTO DEL PACIFICO S.A. ENTREPASA	Administración y Accionaria	La compañía se dedica a las actividades de entretenimiento y actividades vinculadas con la distribución de filmes y videocintas, obtención, entrega y archivo de las mismas, también tiene los derechos exclusivos de comercializar a terceros, sean personas naturales o jurídicas, CORPORACION EL ROSADO S. A. brinda soporte logístico, sistemas y gestión comercial
FRECUENTO S.A. FREQUENTBUY	Administración y Accionaria	Venta al por menor de cualquier tipo de producto por correo, por internet, incluido subastas por internet, catálogo, teléfono, televisión y envío de productos al cliente.
Comercializadora Trading & Partners TRADINGPARTS S.A	Administración	Venta al por menor de gran variedad de productos en supermercados, entre los que predominan, los productos alimenticios, las bebidas o el tabaco, como productos de primera necesidad y varios otros tipos de productos, como prendas de vestir, muebles, aparatos, artículos de ferretería, cosméticos, etcétera.
Entertainment Discovery Discoverment S.A	Administración	Gestión de salas de conciertos, teatros y otras instalaciones similares.
Procesadora de Alimentos Karnita PROKARNITA S.A	Administración	Fabricación de alimentos preparados para animales de granja (aves, ganado vacuno, porcino, etcétera), animales acuáticos, incluidos alimentos concentrados, suplementos alimenticios y la preparación de alimento sin mezclar (elaborados a partir de un único producto) para animales de granja.
Productora en Avant "Arte&Danza" S.A	Administración	Producción de obras de teatro, conciertos, óperas, espectáculos de danza y otras actividades escénicas como las actividades de grupos, circos o compañías, orquestas o bandas, incluido actividades complementarias para la producción y otras actividades escénicas realizadas en directo como: actividades de directores, productores, diseñadores y constructores de escenarios, tramoyistas, manejo de telones, técnicos de iluminación y sonido, etcétera.

Fuente / Elaboración: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.

CUADRO 17: PARTICIPACIÓN ACCIONARIA EN OTRAS EMPRESAS

Empresa	Capital Invertido (USD)
Constructora ABIDI S.A.	800,00
Constructora ABACAM S.A.	800,00
BRIKO S.A.	13.473,00
Electroquil S.A	45.255,44

Fuente / Elaboración: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.

Por otro lado, CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. mantiene vinculaciones por administración y propiedad con varias empresas, que presentan los siguientes ejecutivos: Johny Jacobo Czarninski Baier, Presidente ejecutivo; Yael Czarninski Shefi, Vicepresidente; Gad Czarninski Shefi, Vicepresidente y las compañías FUSGAL TRADING S.A., NORTH PARK AVENUE INVESTMENT COMPANY LLC, UPPER HUDSON INVESTMENT COMPANY, accionistas de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., que también son accionistas en otras empresas.

De igual manera, conforme información remitida por CORPORACIÓN EL ROSADO S.A, desde junio de 2018 la empresa SUPEREASY está vinculada, su accionista es SUPER PUNTOS S.A y su representante legal es el Ing. Gad Czarninski. La actividad de SUPEREASY consiste en la venta al por menor de gran variedad de productos.

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., posee una gran variedad de clientes dentro de su portafolio, producto del gran número de artículos que comercializa, así como la cantidad de sucursales con las que cuenta; de esta manera y conforme el volumen de sus ventas, la compañía ha determinado que dentro de sus principales clientes se encuentran los siguientes:

CUADRO 18: PRINCIPALES CLIENTES AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2018

CLIENTE	CLIENTE
DINADEC S.A	NEGOCIOS INDUSTRIALES REAL NIRSA S.A.
UNILEVER ANDINA ECUADOR S.A.	COLGATE PALMOLIVE DEL ECUADOR
KIMBERLY - CLARK ECUADOR	COMPANIA ANONIMA EL UNIVERSO
THE TESALIA SPRINGS COMPANY	PRONACA
NESTLE ECUADOR S.A.	BANCO DEL PACIFICO S.A.
LA FABRIL S.A.	COMITE DE EMPRESA DE LOS TRABAJADORES DE CONTECON GUAYAQUIL S.A.
INDUSTRIAS ALES C.A.	ASOCIACION DE EMPLEADOS DE LA COMPAÑIA INDUSTRIAS ALIMENTICIAS ECUATORIANAS S.A.
INDUSTRIAS LACTEAS TONI S.A.	BENEMERITO CUERPO DE BOMBEROS DE GUAYAQUIL
CADENA ECUATORIANA DE TELEVISION C.A. CANAL 10 CETV	KELLOGG ECUADOR C.LTDA. ECUAKELLOGG
MEXICHEM ECUADOR S.A.	DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERIA DILIPA CIA. LTDA.

Fuente / Elaboración: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.

La Gerencia es responsable de gestionar el riesgo de crédito de sus clientes en base a las políticas, los procedimientos y los controles sobre la gestión de riesgo. La calificación de crédito del cliente es determinada en base a un tablero que detalla la calificación de riesgo de crédito, las cuentas por cobrar a los clientes son controladas regularmente. Es importante mencionar que conforme señalan los administradores de la empresa, el porcentaje que se da a crédito es de apenas el 1% sobre las ventas.

El análisis de las cuentas por cobrar a clientes, sin considerar las provisiones para cuentas incobrables, revela que la calidad de la cartera, en términos generales es saludable; no obstante, se observa un ligero deterioro en su estructura en relación al año anterior, pues a diciembre de 2018 la cartera por vencer representó el 89,32% de la cartera total (99,29% en diciembre 2017). Por otro lado, la cartera vencida en 2018 significó el 10,68% de la cartera total (en diciembre 2017 representó apenas el 0,71%). Pese al incremento en la participación de la cartera vencida, todavía se encuentra dentro de un rango aceptable para el giro de negocio de la compañía.

Es importante mencionar que la empresa considera a la cartera vencida entre 1 y 30 días, dentro de la cartera por vencer, por corresponder a la práctica común dentro del ámbito comercial.

La empresa registra un importante valor como cuentas por cobrar a compañías relacionadas (corto y largo plazo), es así que al 31 de diciembre del 2018 alcanzó una suma de USD 333,04 millones (49,40% de los activos totales), reflejando un incremento en relación a diciembre de 2017 cuando totalizaron USD 289,37 millones (47,01% de los activos). Cabe indicar, que el crédito que se otorga a las empresas relacionadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que el riesgo de no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos, podría ser mayor en escenarios económicos adversos y afectar la calidad de los activos de la compañía.

Proveedores

CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., trabaja con una diversidad de empresas que le suministran los elementos requeridos para el normal desarrollo del negocio, principalmente en el abastecimiento de mercaderías. Conforme su volumen de compras la compañía considera a los siguientes como sus 20 principales proveedores:

CUADRO 19: PRINCIPALES PROVEEDORES AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2018

DETALLE	DETALLE
NESTLE ECUADOR S.A..	JUNGHEINRICH ECUADOR S.A.
PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS C	LACTEOS SAN ANTONIO C.A.
UNILEVER ANDINA ECUADOR S.A.	KIMBERLY-CLARK ECUADOR S.A..
ARCA CONTINENTAL SOCIEDAD ANONIMA B	TROPICALIMENTOS S.A.
DINADEC S.A	ALPINA PRODUCTOS ALIMENTICIOS ALPIE
INTEGRACION AVICOLA ORO S.A.	PRODUCTOS FAMILIA SANCELTA DEL ECUAD
THE TESALIA SPRINGS COMPANY S.A..	BIMBO ECUADOR S.A.
COLGATE PALMOLIVE DEL ECUADOR S.A.	NEGOCIOS INDUSTRIALES REAL NIRSA S.
LA FABRIL S.A..	MONDELEZ ECUADOR C. LTDA.
DISTRIBUIDORA IMPORTADORA DIPOR S.A	

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

La empresa tiene muy buena aceptación con sus proveedores, además cuenta con una central de compras y se abastece directamente de productos extranjeros para ciertas líneas. La empresa además goza de un alto poder de negociación con sus proveedores, con quienes logra realizar significativas rebajas por volumen de compra.

Estrategias y Políticas de la Empresa

Estrategias

Entre las actividades estratégicas que constantemente desarrolla CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., se encuentran:

- Buscar la fidelización de la relación comercial con los proveedores y clientes.
- Establecer planes de lanzamiento y actividades promocionales para apoyar los estrenos de las películas, teniendo como socios estratégicos a las principales cadenas de cines del país.
- Cumplir con los controles de calidad en sus procesos.
- Evaluar continuamente el precio y surtido de sus locales, así como también la disponibilidad de los artículos y la forma de exhibirlos, a fin de que sean más atractivos para sus clientes.
- Realizar constantes promociones a fin de perpetuar la relación con los clientes.

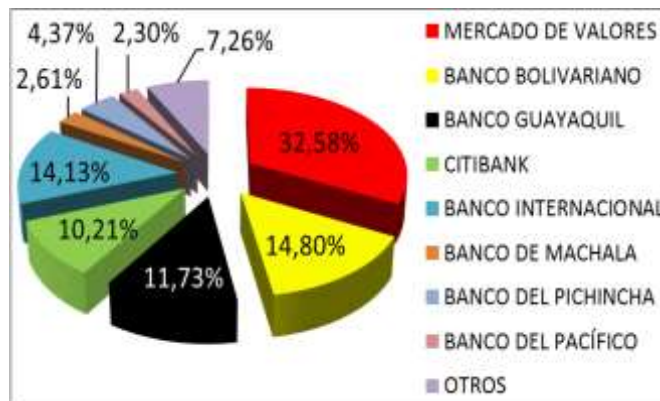
Política de Financiamiento

CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., de manera histórica (2015–2018) ha fondeado sus actividades principalmente con recursos de terceros; sin embargo, pese a que la relación es superior, el patrimonio también ha venido registrando una participación importante en el financiamiento de las actividades de la empresa, de esta manera logra equilibrar su nivel de endeudamiento.

Al 31 de diciembre del 2018, los pasivos financiaron el 61,17% de los activos (62,24% en diciembre de 2017) y dentro de estos, la deuda financiera participó con un 29,33% del financiamiento del activo (29,92% en diciembre 2017). Desde el inicio del periodo analizado la empresa registró dentro de su deuda financiera, créditos otorgados por instituciones financieras, así como compromisos adquiridos con el Mercado de Valores.

La deuda financiera de la empresa contempla principalmente deuda con el sistema financiero nacional e internacional y en el Mercado de Valores. A continuación se presenta un resumen de la composición de la deuda financiera de la compañía.

GRÁFICO 5: COMPOSICIÓN DEUDA FINANCIERA A DICIEMBRE DE 2018



Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Política de Inversiones

Las políticas de inversión de la compañía, están orientadas principalmente hacia la compra de activos productivos, así como a la inversión en capacitación y el desarrollo de sus productos. Adicionalmente, la compañía constantemente está invirtiendo en programas de capacitación para el personal, con el afán de incrementar los niveles de eficiencia y productividad. Esta actividad es realizada con la intención de mejorar los índices de producción actuales e innovar en la creación de nuevos productos que satisfagan la demanda, además de definir una estrategia para el posicionamiento de una marca.

Responsabilidad Social y Ambiental

La compañía cuenta con un programa de capacitación continua para su personal, adicional a ello no ha reportado programas de responsabilidad social.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa y Normas de Calidad

CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, la Corporación Aduanera Ecuatoriana, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Ministerio de Agricultura, el Ministerio de Salud Pública, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, el Instituto Ecuatoriano de la Propiedad Intelectual e incluso la Defensoría del Pueblo, entre otras. Cuentan también las normas propias de las franquicias que maneja la corporación.

Riesgo Legal

Según información remitida por los asesores legales de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., la empresa mantiene un total 16 procesos de índole laboral planteados en contra de la compañía por una cuantía total de USD 220.301,83, mismos que no representan un perjuicio significativo para la compañía. También registra 2 procesos de índole civil en contra de la compañía, mismos que representan una contingencia total de USD 3.800.000,00.

Adicionalmente, el Servicio de Rentas Internas mediante resolución administrativa confirma las glosas correspondientes al impuesto a la renta del ejercicio económico 2013. La compañía se acogió a la Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo, y Estabilidad y Equilibrio Fiscal, pagando únicamente capital en la suma de USD 212.000,00; con lo cual ya no existe contingente remoto.

Liquidez de los títulos

Con fecha 20 de octubre de 2016, SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV inició la colocación de los valores, determinando que hasta el 28 de octubre de 2016 logró colocar el 100% de la emisión aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros por el monto de USD 20, 00 millones.

Al 31 de diciembre de 2018, CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., cuenta con varios procesos autorizados por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. A continuación, se puede apreciar un detalle:

CUADRO 20: EMISIONES REALIZADAS POR CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. AL 31 DICIEMBRE DE 2018 (USD)

Emisión	Aprobación SIC	Año Aprobación	Monto Aprobado	Saldo de Capital
I Emisión de Obligaciones	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-10-0005810	2010	25.000.000	Cancelada
II Emisión de Obligaciones	SC-IMV-DAYR-DJMV-G-11-0004859	2011	25.000.000	Cancelada
III Emisión de Obligaciones	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-13-0003062	2013	40.000.000	Cancelada
IV Emisión de Obligaciones	SCV-INMV-DNAR-14-5133	2014	25.000.000	2.196.000
V Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-15-0003367	2015	25.000.000	4.687.500
VI Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-16-0005302	2016	20.000.000	5.833.333
I Papel Comercial	SCVS-INMV-DNAR-16-0005314	2016	10.000.000	Cancelada
VII Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-17-0024569	2017	25.000.000	19.375.000
II Papel Comercial ⁴⁶	SCVS-INMV-DNAR-2018-00009794	2018	15.000.000	15.000.000
VIII Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2018-00009799	2018	20.000.000	20.000.000

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

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

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

Según lo mencionado por la Bolsa de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el periodo julio 2018 a diciembre 2018 para la Emisión de Obligaciones; por lo que no se puede calcular dicho indicador al corte mencionado.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento en lo estipulado en el literal f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Eventos Importantes

Los USD 10,50 millones que estaban en la cuenta de aportes a futuras capitalizaciones en el patrimonio, se reversaron según lo dispuesto en la Junta de Accionistas celebrada en abril del 2017.

Situación del Sector

El retail o venta al detalle atraviesa por una etapa de alta aceptación entre los consumidores. Gracias a esto han logrado un crecimiento sostenible que les ha permitido convertirse en un importante sector de encadenamiento productivo, al proporcionar empleo a varias industrias vinculadas.

La tendencia a nivel mundial es adquirir productos y servicios bajo un mismo techo, por eso la expansión del retail en el Ecuador. CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., además de la gran cantidad de productos que ofrece en el sector de consumo masivo, ofrece descuentos a mayoristas que cancelen sus compras en efectivo, siendo esto de gran beneficio para clientes que manejan pequeños negocios de abarrotes (tiendas, despensas, etc.), los

⁴⁶ Monto colocado hasta el 31 de diciembre de 2018. No obstante, el plazo de oferta pública para la VIII Emisión de Obligaciones y II Papel Comercial sigue vigente.

productos más vendidos en este segmento son: Gaseosas, cervezas, leche, jugos envasados, entre otros. Las cadenas de supermercados en el país están apuntando a crear espacios de venta al detalle en las nuevas zonas de crecimiento urbano en Guayaquil, Samborondón y Daule, en donde se construyen nuevos proyectos inmobiliarios. Se puede mencionar también que en el Ecuador existen tres grandes cadenas, que son las más importantes del mercado nacional: CORPORACIÓN FAVORITA C.A., CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. y ALMACENES TÍA; las mismas que cuentan con locales a lo largo y ancho de todo el país.

Los acuerdos comerciales con el bloque europeo han sido beneficiosos para el sector comercial, pues han permitido una expansión en la oferta de productos europeos en las perchas de grandes cadenas de supermercados y que va de la mano con el incremento en las importaciones que se registran desde ese bloque. Después de la firma del acuerdo comercial, España, Alemania y Holanda son los principales exportadores del Bloque hacia Ecuador. Muchos de estos productos son resaltados con anuncios alusivos en varias cadenas de supermercados⁴⁷.

El sector comercial muestra un mayor dinamismo que en el 2017, lo que puede atribuirse al desmonte de las salvaguardias y a la inyección de dinero por parte del Gobierno a través de deuda, lo cual ha contribuido a que suba el consumo y aumenten importaciones y ventas en el sector comercial y productivo⁴⁸. Actualmente la industria del retail es una de las más lucrativas del país. Las claves para el éxito de la industria son mejorar la experiencia del consumidor, facilitar los sistemas de pago e información, implementar la tecnificación en los negocios locales, no cesar en la innovación y tener stock disponible.

Desde el 2014, el gobierno nacional estableció el Manual de Buenas Prácticas Comerciales para Supermercados, que implicaba que los grandes intermediarios del país dieran un 20 por ciento de sus góndolas a los pequeños proveedores, cooperativas y emprendimientos. Además, en Ecuador se aplicó una nueva ley de Góndolas a partir del 2011, que impone que las grandes cadenas comercializadoras destinen el 10 por ciento de su facturación anual en productos nacionales, el 20 por ciento de las góndolas a productos nacionales y que ningún producto o empresa puede ocupar más del 15 por ciento de la góndola; además de prohibir la fijación de precios es de común acuerdo entre las partes. Asimismo, los productores de menos de 50 mil dólares tienen que ser liquidados dentro de los primeros 15 días; a los productores de 50 a 250 mil dentro de los primeros 30 días; de 250 mil a 1 millón dentro de los primeros 45 días⁴⁹.

En cuanto a las barreras de entrada que presenta el sector, se pueden identificar como las más representativas a las siguientes:

- Economías de escala, los volúmenes de distribución impactan en la eficiencia de la operación.
- Alta inversión inicial, para instalar una cadena de retail se requiere de un gran capital para operar eficientemente; altos costos para la adquisición de equipamiento, adecuaciones e inventario de mercadería.
- Falta de experiencia en el ramo.

Mientras que sus Barreras de Salida serían las siguientes:

- Infraestructura especializada.
- Gran cantidad de regulaciones laborales, que suponen un alto coste para la empresa (indemnizaciones).
- Compromisos de largo plazo con socios, relacionadas, clientes y proveedores.

Expectativas

A partir de la eliminación de las salvaguardias y retorno del IVA al 12% los precios de varios productos bajaron, por lo cual la demanda aumentó, pues de acuerdo a los hábitos de compra el consumidor ecuatoriano demanda productos y artículos a menor precio.

Ecuador firmó el Acuerdo Multipartes con la Unión Europea, mismo que entró en vigor desde enero de 2017, liberalizó alrededor del 60% de partidas arancelarias por parte de Ecuador, lo que permitió la entrada al país de productos europeos a menor precio y permitirá a los comercios de retail ofrecer mayor diversidad de estos.

⁴⁷ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/03/23/nota/6679600/productos-europa-ganan-protagonismo-perchas>

⁴⁸ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/04/22/nota/6725679/ventas-crecieron-primeros-meses-2018>

⁴⁹ <http://www.scpm.gob.ec/images/manuales/actuales/20.--MBP-SUPERMERCADOS.pdf>

De acuerdo a las previsiones realizadas por el Banco Central del Ecuador, se estima que en 2019, la industria del comercio al por mayor y al por menor; y reparación de vehículos automotores y motocicletas crezca apenas un 0,5%. De igual forma, las proyecciones estiman un crecimiento del 1,7% en el consumo agregado final tanto para hogares como para la administración pública. Estas estimaciones de crecimiento son inferiores a las registradas en 2017 y 2018, lo que podría implicar una contracción de demanda de la industria del retail.

Posición Competitiva de la Empresa

A continuación, se mencionan los principales competidores de la empresa⁵⁰:

CORPORACIÓN FAVORITA C.A es la empresa líder del segmento con ventas de USD 1.948,91 millones en el año 2017 y que cuenta con formatos de supermercados acorde al nivel socio económico al cual atiende, como son Supermaxi, hipermercados Megamaxi, Gran Aki y Súper Despensa Akí, estos últimos destinados al nivel socio económico bajo. Esta empresa aplica una estructura vertical, contando desde procesadoras de carnes y aves, panificadoras hasta industrias lácteas y además para mantener los altos niveles de calidad realiza controles sistemáticos de los productos. Por su tamaño, tiene un alto poder de negociación.

TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS (TÍA) S.A. alcanzó ventas de USD 660,00 millones en 2017 bajo las marcas Almacenes Tía, Súper Tía, Tiendas "Multiahorro" / "Tía Express". El nicho de mercado de este oferente son los lugares apartados y que no son cubiertos por la competencia, apuntando al nivel socioeconómico medio y menores en dichas zonas. Cuenta con centros de distribución, y locales ubicados estratégicamente tanto en ciudades como en zonas rurales compitiendo directamente con el sector informal, mercados populares y minorista en general.

MEGA SANTAMARÍA S.A. que en 2017 reportó ingresos por USD 317,75 millones y cuyo radio de acción está mayormente en la ciudad de Quito, donde se ubica en el grupo de supermercados de menor posicionamiento pero con una creciente cobertura.

A continuación, se ubica un grupo de supermercados de limitado tamaño y naturaleza especializada que atiende áreas geográficas particulares u ofrecen tipos de alimentos específicos (Coral Hipermercados, La Española, Avícola Fernández, Verónica, Del Corral, entre los principales) cuya cobertura se encuentra en sectores comerciales de las mayores ciudades del país.

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

CUADRO 21: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
La empresa cuenta con una marca muy bien posicionada en el mercado, la misma que es reconocida a nivel nacional.	Poca cobertura en las regiones diferentes a la costa.
Cuenta con una red de sucursales a lo largo y ancho del país.	
Varios productos son comercializados bajo la misma marca de Mi Comisariato.	
Cuenta con constantes proyectos de innovación y mejoramiento.	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
La situación económica que actualmente atraviesa el país, puede llegar a afectar de manera importante a pequeños competidores de la compañía, lo cual se convertiría en una oportunidad ya que le permitiría incrementar su cobertura de mercado.	Población con poder adquisitivo en decremento.
	Competencia agresiva.
	Políticas arancelarias para importación de productos.

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

⁵⁰ <http://www.ekosnegocios.com/empresas/RankingEcuador.aspx>

Riesgo operacional

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

La empresa dispone de una organización y de sistemas de información, que permiten identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar su magnitud, lo cual le brinda la capacidad de proponer, implementar, ejecutar y controlar medidas de mitigación.

El flujo de información, específicamente de información financiera y contable, generada y reportada de manera individual por los diversos establecimientos, contribuye a que la compañía pueda evaluar de mejor manera sus resultados y optimice la toma de decisiones.

La compañía cuenta con las pólizas de seguros requeridas para el normal desarrollo de la actividad. En relación a otros riesgos que afectarían directamente las operaciones de la compañía, considerando además a sus activos como un factor imprescindible para que éstas puedan llevarse a cabo, la compañía ha asegurado contra todo riesgo a sus muebles y enseres, así como a la mercadería, dinero y valores, equipo electrónico, maquinaria y equipos, documentos y modelos, cubriendo riesgos por incendio, robo, rotura de máquina, responsabilidad civil y otros. Estas pólizas se encuentran vigentes hasta octubre de 2019.

Con respecto al riesgo operacional de manejo o traslado de montos en efectivo que se recaudan en todos los locales de las diferentes ciudades del Ecuador, se debe mencionar que la compañía opera con servicios de transporte de valores, disminuyendo el riesgo que conlleva el traslado y consecuentemente el depósito de grandes sumas de efectivo hacia las diferentes entidades financieras.

En relación al riesgo operacional referente a la provisión de mercadería y suministros, la compañía con la finalidad de garantizarse la provisión, ha diversificado sus proveedores y cuenta con varias empresas grandes que le proveen. Con lo señalado, se puede concluir que la compañía tiene garantizado el abastecimiento local e internacionalmente, con planes de contingencia debidamente analizados. Otro factor de ocurrencia es la desaparición del productor, una mala negociación, políticas gubernamentales, entre las más relevantes.

Así mismo, la política de inventarios garantiza la disponibilidad de sus productos ya que su stock de mercadería es controlado eficientemente por su sistema de inventarios.

Vinculado a lo anterior, sale a relucir el latente riesgo del canal de distribución encargado de llevar los productos a los locales, puesto que puede haber perchas que no posean productos por motivo de un descuadre en tiempos de entrega y un inventario no acorde con la demanda de productos por parte de los clientes. Cabe indicar que para mitigar estos riesgos la compañía, posee una variedad de proveedores con una capacidad de producción acorde con la demanda, además de mantener un importante canal de distribución que cubre todo el territorio nacional.

La demanda de los productos y servicios que ofrece la compañía está ligada al desarrollo económico de los sectores productivos del país y de la economía en general. Por lo tanto, en un eventual escenario de crisis económica que afecte los niveles de producción y de ingresos de sus principales clientes, la compañía tendría un efecto negativo en los ingresos por ventas.

Otro factor de riesgo de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. está relacionados con la participación del Gobierno Nacional en el mercado, al fijar restricciones a las importaciones y medidas de salvaguardias arancelarias.

CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. no está expuesta al riesgo de precios de mercancías, ya que son adquiridas en moneda local, tienen una alta rotación y sus precios de venta son comparables con los del mercado. Tampoco estaría expuesta a un riesgo de crédito, pues éstos se concentran principalmente en cuentas por cobrar a clientes corporativos, que incluyen la oferta de crédito con los planes Naviplan, Ferricard y órdenes de compra previamente emitidas. En el proceso de apertura de cuentas, se establecen reglas y políticas mediante las cuales se aprueban (o se rechazan) los clientes corporativos y se definen los cupos autorizados, establecidos a través del cruce de información del comportamiento de compra del cliente y la revisión del buró de crédito. La empresa

a lo largo de sus años de existencia no ha tenido pérdidas operativas en el giro de sus negocios. Además, mantiene un ambiente laboral sano y un elevado nivel de responsabilidad social. La empresa no muestra evidencias que su posición relativa dentro de su sector afecte su capacidad de pago.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.**, se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2015, 2016 y 2017 junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, cortados al 31 de diciembre de 2018.

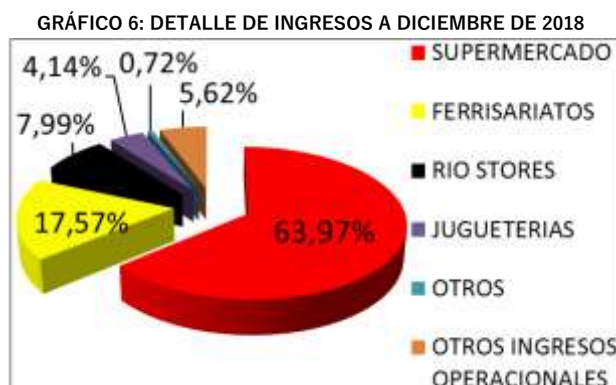
Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. decrecieron entre los años 2015 y 2016, pues de USD 1.044,19 millones pasaron a USD 977,32 millones, como respuesta al momento económico que vivió el país, caracterizado entre otras cosas por la apreciación del dólar, que tornó atractivo para los consumidores el realizar sus compras en los países vecinos, tanto del norte como del sur, además de la implementación de salvaguardias a inicios del año 2015 por parte del Gobierno ecuatoriano, que incrementaron los costos de importación entre el 5% - 45%, el terremoto ocurrido el pasado 16 de abril de 2016 que disminuyó el desempeño de las actividades de la compañía, debido al cierre de locales ubicados en la zona afectada, constituyendo un decremento en los ingresos y consecuentemente en la utilidad del 2016.

No obstante, a partir del año 2017, estos se recuperan hasta alcanzar una suma de USD 1.063,61 millones en ese año a USD 1.142,68 millones en diciembre de 2018, comportamiento que obedece a las estrategias implementadas por la administración de la compañía, además de la leve recuperación de la economía nacional y medidas como la eliminación de salvaguardias y el retorno del IVA al 12% las cuales fomentaron el consumo. Para diciembre de 2018 las líneas de RIO STORES y FERRISARIATOS fueron las de mayor expansión.

Cabe señalar que, dentro del total de ingresos, la compañía reportó al 31 de diciembre de 2018 un monto de USD 64,17 millones como otros ingresos, mismos que correspondieron a servicios administrativos y alquiler de activos prestados, publicidad, entre otros.

La compañía contempla ingresos en los segmentos de Supermercado, Ferrisariatos, Rio Store, Mi Juguetería y otros. En otros ingresos registra bonificaciones por volumen de compra recibidas de proveedores, promociones y descuentos por pronto pago; estos ingresos son considerados como ordinarios por su carácter de recurrentes y porque forman parte del giro normal del negocio.

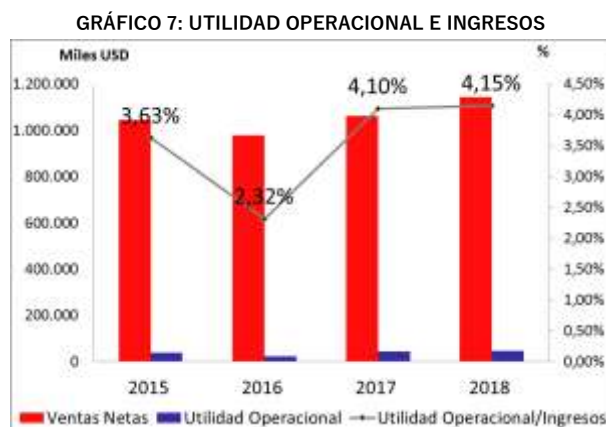


Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

La empresa contempla una participación de los costos de ventas y servicios relativamente estable en relación a los ingresos. Así, en promedio (2015-2018) los costos de ventas representaron el 75,05% de los ingresos, lo que le permitió generar un margen bruto promedio (2015-2018) del 24,95% de los ingresos.

Los gastos operativos mantuvieron un comportamiento estable sobre sus ingresos, es así que en promedio (2015-2018) representaron el 21,07%. Es importante mencionar que la compañía, ha tomado medidas para ajustar sus costos y gastos sobre los ingresos, con la finalidad de mejorar sus resultados.

Los ingresos alcanzados por CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. le permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales en el periodo analizado (2015-2018), generando un margen operativo relativamente estable, que pasó de un 3,63% de los ingresos en 2015 a 4,15% en diciembre de 2018, lo que obedece para este último año al mayor dinamismo en sus ventas.



Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

La representación de los gastos financieros registró una tendencia general ascendente a medida que la deuda financiera fue creciendo; no obstante, para diciembre de 2018 este rubro decreció ligeramente debido a la normal amortización de su deuda. Cabe indicar, que su representación sobre los ingresos ordinarios fue mínima, pues no sobrepasó el 2,00% en ninguno de los periodos bajo análisis.

Luego de descontar el rubro de otros ingresos/egresos y el pago de impuestos, que representaron menos del 2,00% de los ingresos durante los periodos analizados, la compañía presentó una utilidad neta con tendencia decreciente que pasó de significar el 2,19% de los ingresos en 2015 a un 0,24% en 2016. Sin embargo, a diciembre de 2017 la tendencia se revierte, recuperándose a un 2,24% del total de los ingresos, debido a un adecuado manejo de costos y gastos, así como a un mayor dinamismo en las ventas.

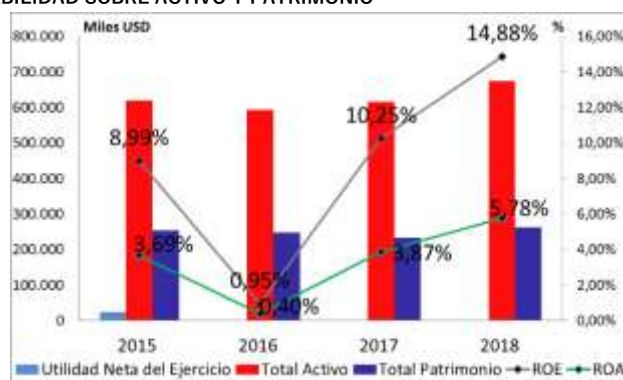
Para diciembre de 2018 la utilidad antes de impuestos de la compañía alcanzó USD 38,95 millones y representó el 3,41% de los ingresos, siendo un 18,80% superior a lo registrado en diciembre de 2017 cuando significó el 3,08% de las ventas totales.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Entre los años 2015 a 2016, los indicadores de rentabilidad sobre los activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) presentan una tendencia decreciente, debido al comportamiento a la baja de su utilidad neta. No obstante, para los años 2017 y 2018, estos indicadores presentaron una leve mejoría gracias a que la utilidad se recupera de manera importante en relación a los periodos precedentes.

CUADRO 22, GRÁFICO 8: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2015	2016	2017	2018
ROA	3,69%	0,40%	3,87%	5,78%
ROE	8,99%	0,95%	10,25%	14,88%

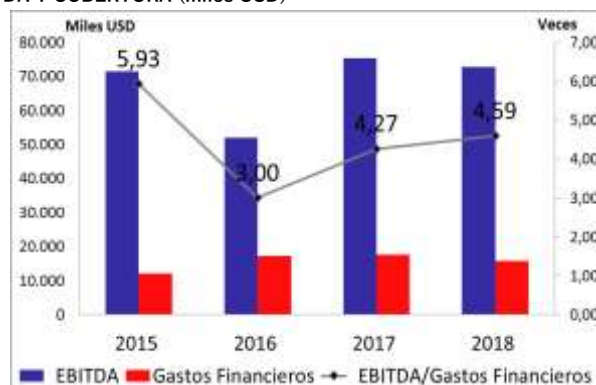


Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de la compañía presentó un comportamiento similar al de la utilidad operacional, es así que su representación sobre los ingresos presentó ligeras variaciones que pasaron de un 6,85% en 2015, hasta un 7,09% en 2017 y 6,38% en diciembre de 2018, lo que refleja la capacidad de generación de flujos por parte de la compañía para hacer frente a sus obligaciones.

CUADRO 23 GRÁFICO 9: EBITDA Y COBERTURA (miles USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
EBITDA	71.490	52.079	75.437	72.882
Gastos Financieros	12.049	17.351	17.678	15.862
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	5,93	3,00	4,27	4,59



Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

A partir del año 2016 los activos totales presentaron una tendencia creciente pues pasaron de USD 593,81 millones en ese año a USD 615,53 millones en 2017 y USD 674,23 millones al cierre de 2018, comportamiento que obedece al incremento en las cuentas por cobrar relacionadas, cuentas por cobrar clientes e inventarios, mismas que reflejan el mayor dinamismo de la compañía y otras cuentas por cobrar (anticipo a proveedores e impuesto a la renta a favor).

En cuanto a su estructura, los activos muestran una participación similar tanto para activos corrientes como no corrientes. Los de tipo no corriente, representaron en promedio (2015-2018) el 52,96% del total de activos, mientras que los de tipo corriente significaron el 47,04%.

Las cuentas más representativas dentro del total de activos, fueron las cuentas por cobrar relacionadas (corto y largo plazo), pues a diciembre de 2018 significaron el 49,40%; a estas le siguen los inventarios, con una representación del 21,57% y la propiedad, instalaciones y equipo neto con el 10,75%. Esta estructura se mantiene similar a lo largo del periodo analizado.

Las cuentas por cobrar a relacionadas incluyen a varias empresas con las que la compañía mantiene una relación comercial, entre ellas se encuentran algunas inmobiliarias, radiodifusoras, constructoras, de entretenimiento, entre otras. Es importante mencionar que esta cartera mantiene una gestión adecuada, de modo que la cartera

por vencer constituyó a diciembre de 2017 el 99,99% del total de la cartera con relacionadas, la porción restante corresponde a la cartera vencida a más de 90 días; por lo que, el riesgo de pérdida por falta de recuperación de esta cartera es bajo.

A diciembre de 2018, el 77,84% de las cuentas por cobrar a relacionadas de corto y largo plazo correspondió a operaciones con la inmobiliaria Motke S.A, seguida de Inmobiliaria Meridional con el 17,15%. Pese a que los saldos que mantenía con Adepasa S.A han disminuido significativamente a diciembre de 2018, se observa un incremento del 15,09% del total de cuentas por cobrar a relacionadas de corto y largo plazo entre diciembre de 2017 y 2018. De acuerdo con información remitida por la empresa, este crecimiento está dado por el aumento en cobros a las Inmobiliarias Motke e Inmerisa, lo cual obedece a nuevas inversiones en el centro de distribución y planta de cárnicos donde CORPORACIÓN EL ROSADO S.A mantiene operaciones. Se debe acotar que, las cuentas por cobrar a inmobiliarias las están cobrando periódicamente.

Por su parte, los inventarios se encuentran conformados principalmente por mercaderías que incluyen las importaciones en tránsito. Por otro lado, la Propiedad, instalación y equipo, sin tomar en cuenta la depreciación, se encuentra conformado principalmente por instalaciones y equipos, además de equipos de computación, vehículos, instalaciones de inmuebles, muebles y enseres, y otros. Por último, dentro del activo intangible, se encuentran concesiones con terceros, licencias de software y servicios de telecomunicaciones.

Pasivos

Los pasivos totales de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. entre los años 2015 y 2016, pues luego de haber financiado el 58,96% de los activos en 2015 pasaron a un 58,41% en 2016; no obstante, para diciembre de 2017, dicho financiamiento creció levemente a 62,24%, debido al incremento presentado en sus obligaciones con costo y las cuentas por pagar a proveedores.

A diciembre de 2018, los pasivos financiaron el 61,17% de los activos, siendo la cuenta más relevante la deuda con costo de corto y largo plazo, misma que financió el 29,33% del activo (29,92% en diciembre 2017), seguida de las cuentas por pagar a proveedores con el 23,16% del activo (21,59% a diciembre 2017). Esta estructura se mantiene durante los periodos analizados.

La deuda con costo de la empresa contempla principalmente deuda con instituciones financieras y Mercado de Valores. Así, al 31 de diciembre de 2018, la deuda con costo de corto plazo financió un 19,80% del total de activos (18,57% a diciembre 2017), mientras que la deuda con costo de largo plazo financió un 9,53% de los activos (11,36% a diciembre 2017).

Patrimonio

La compañía presenta un importante respaldo por parte de su patrimonio, puesto que para diciembre de 2015 alcanzó un valor de USD 254,56 millones financiando el 41,04% del total de activos, mientras que a diciembre de 2018 registró una suma de USD 261,77 millones y financió el 38,83% del total de activos.

Dentro del patrimonio, el principal rubro es el capital social. En 2015 la compañía realizó un aumento de capital social de USD 15,00 millones, el mismo que fue inscrito en el Registro Mercantil en enero de ese año, con lo cual el capital social de la empresa ascendió a USD 127,72 millones, monto que se ha mantenido sin variaciones hasta el 31 de diciembre de 2018, financiando a esa fecha el 18,94% de los activos (20,75% a diciembre de 2017).

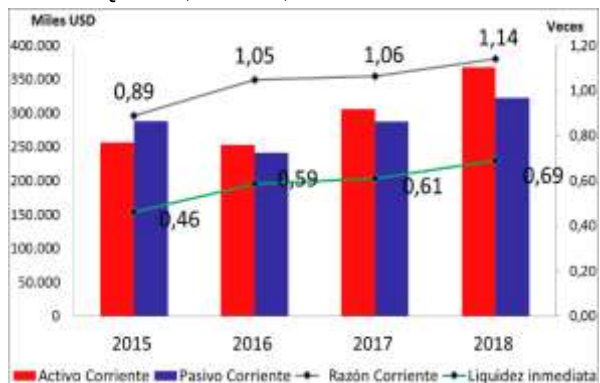
El siguiente rubro en importancia son las reservas, que a diciembre de 2018 financiaron el 13,79% de los activos (13,01% en diciembre 2017). Finalmente, se debe indicar que la compañía no registró nuevos aportes para futuras capitalizaciones a partir de marzo de 2017, pues con fecha 29 de marzo de 2017, la compañía informó que no se llevó a cabo el aumento de capital por USD 10,50 millones (en numerario y de contado), lo cual fue resuelto en la Junta General Extraordinaria celebrada el 18 de agosto de 2015 y en la del 17 de abril de 2017, realizándose en esta última, una reversión en la Reserva Facultativa.

Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa se ubicaron por debajo de la unidad en el año 2015, lo que obedece a las características propias de la actividad que desarrolla CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.; no obstante, a partir del año 2016 supera la unidad, lo que implicó un capital de trabajo positivo.

CUADRO 24, GRÁFICO 10: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
Activo Corriente	256.547	252.869	305.555	368.042
Pasivo Corriente	288.622	241.335	287.020	322.475
Razón Circulante (veces)	0,89	1,05	1,06	1,14
Liquidez Inmediata (veces)	0,46	0,59	0,61	0,69



Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. entre los años 2015 y 2018 presentó un comportamiento variado en cuanto al periodo de cobros, pues pasó de los 39 días en 2015 a 48 días en diciembre de 2018, lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en ese lapso de tiempo aproximadamente. Por otro lado, al referirnos al indicador "Plazo de Proveedores" (periodo de pago a proveedores), se pudo evidenciar una tendencia decreciente desde 79 días en 2015 a 66 días en diciembre de 2018, determinando que existe un calce entre el tiempo de cobranza de sus facturas y el pago a sus proveedores.

En cuanto a la Duración de Existencias, se pudo evidenciar que la compañía mantiene sus existencias en bodega por un plazo aproximado de 62 días a diciembre de 2018, determinando que existe un desfase al restar al plazo de proveedores, el periodo de cobros y la duración de existencias, de 44 días a diciembre de 2018, periodos para los cuales la empresa consiguió financiamiento diferente al de proveedores, por ejemplo su incursión en el mercado de valores.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una política de financiamiento con un endeudamiento moderado mediante el uso de fuentes externas a la empresa, es así que luego de haberse ubicado en 1,44 veces en 2015, pasó a 1,58 veces en diciembre de 2018.

GRÁFICO 11: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los distintos comportamientos tanto del EBITDA (anualizado) como de los pasivos, determinan que la compañía presente un indicador estable con ligeras fluctuaciones (Pasivo Total/ EBITDA (anualizado)), pues a diciembre de 2018 registró 5,66 años (5,08 veces en 2017), evidenciando que este sería el plazo en el cual la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones. Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 2,71 años a diciembre de 2018 (2,44 años en 2017).

Contingentes

CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. registra en cinco instituciones del sistema financiero nacional, operaciones como codeudor de préstamos contratados por empresas relacionadas. Dichas operaciones representan el 18,29% del total de activos al 31 de diciembre de 2018, por lo que podrían generar un riesgo en caso de que el titular de la deuda no realice los pagos respectivos.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁵¹

Durante diciembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 62 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 42 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 377,50 millones, valor que representó 39,29% del monto total de emisiones autorizadas.

Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 36,32%, las acciones el 0,52% y las titularizaciones el 23,87% del total aprobado hasta el 31 de diciembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 960,90 millones hasta diciembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 42,41%, comercio al por mayor y al por menor con el 30,84% y actividades financieras con el 19,11%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Econ. Bernarda Acosta
Analista

⁵¹ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)

Cuenta	2015	2016	2017	2018
ACTIVO				
Efectivo y equivalentes de efectivo	16.574	54.422	61.856	45.858
Cuentas por cobrar clientes	7.024	7.295	8.317	9.760
Cuentas por cobrar relacionadas	104.274	72.037	96.800	141.476
Provisión para cuentas incobrables	(140)	-	-	-
Inventarios	122.948	111.312	130.479	145.432
Otros activos corrientes	5.868	7.803	8.103	25.516
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	256.547	252.869	305.555	368.042
Propiedad, instalaciones y equipo	85.766	74.820	67.371	72.446
Cuentas por cobrar a compañías relacionadas	215.305	212.372	192.568	191.568
Otros activos	62.631	53.745	50.037	42.173
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	363.702	340.938	309.976	306.188
TOTAL ACTIVOS	620.249	593.807	615.531	674.230
PASIVOS				
Préstamos	60.648	62.488	77.209	103.134
Emisión de obligaciones	26.229	35.790	37.075	30.332
Proveedores	168.027	115.938	132.920	156.125
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	4.975	2.850	11.693	6.870
Otros Pasivos Corrientes	28.742	24.269	28.123	26.014
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	288.622	241.335	287.020	322.475
Préstamos (Obligaciones financieras)	9.104	47.584	38.030	30.193
Otros Pasivos	39.419	21.390	23.456	22.951
Obligaciones Mercado de Valores	28.540	36.530	34.632	36.841
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	77.064	105.504	96.117	89.984
Deuda Financiera	122.576	180.311	184.197	197.751
Deuda Financiera C/P	86.878	98.278	114.284	133.466
Deuda Financiera L/P	35.698	82.032	69.913	64.285
TOTAL PASIVOS	365.686	346.839	383.137	412.459
PATRIMONIO				
Capital Social	127.719	127.719	127.719	127.719
Reservas	95.774	108.364	80.100	93.006
Aportes para futuras capitalizaciones	10.500	10.500	0	0
IFRS - Resultado Acumulado por NIIF	(1.782,72)	(1.782,72)	(1.782,72)	2.095,31
Utilidad neta del ejercicio	22.726	2.915	26.548	38.951
Resultados acumulados	(373)	(747)	(191)	0
TOTAL PATRIMONIO	254.563	246.968	232.394	261.771

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)

Cuenta	2015	2016	2017	2018
Ventas Netas	1.044.190	977.324	1.063.613	1.142.681
Costo de ventas	779.474	735.686	798.118	859.807
MARGEN BRUTO	264.716	241.638	265.495	282.875
TOTAL GASTOS	226.842	219.004	221.863	235.398
UTILIDAD OPERACIONAL	37.874	22.634	43.633	47.476
Gastos Financieros	12.049	17.351	17.678	15.862
Otros ingresos/egresos no operacionales	7.429	6.366	6.831	7.336
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.	33.254	11.650	32.786	38.951
Impuesto a la Renta	10.362	9.291,48	8.957,68	-
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	22.891	2.358	23.829	38.951

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS (MILES USD)

Razón Financiera	2015	2016	2017	2018
Gastos Operacionales / Ingresos	21,72%	22,41%	20,86%	20,60%
Utilidad Operacional / Ingresos	3,63%	2,32%	4,10%	4,15%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	2,19%	0,24%	2,24%	3,41%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	165,45%	959,78%	183,11%	121,89%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	32,45%	269,94%	28,67%	18,83%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	52,64%	735,72%	74,19%	40,72%
Rentabilidad				
Rentabilidad sobre Patrimonio	8,99%	0,95%	10,25%	14,88%
Rentabilidad sobre Activos	3,69%	0,40%	3,87%	5,78%
Liquidez				
Razón Corriente	0,89	1,05	1,06	1,14
Liquidez Inmediata	0,46	0,59	0,61	0,69
Capital de Trabajo	-32.075	11.534	18.535	45.567
Capital de Trabajo / Activos Totales	-5,17%	1,94%	3,01%	6,76%
Cobertura				
EBITDA	71.490	52.079	75.437	72.882
EBITDA anualizado	71.490	52.079	75.437	72.882
Ingresos	1.044.190	977.324	1.063.613	1.142.681
Gastos Financieros	12.049	17.351	17.678	15.862
EBITDA / Ingresos	6,85%	5,33%	7,09%	6,38%
EBITDA/Gastos Financieros	5,93	3,00	4,27	4,59
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,31	0,13	0,24	0,24
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	3,90	8,76	8,36	3,24
Gastos de Capital / Depreciación	0,66	0,22	0,35	0,89
Solvencia				
Pasivo Total / Patrimonio	1,44	1,40	1,65	1,58
Activo Total / Capital Social	4,86	4,65	4,82	5,28
Pasivo Total / Capital Social	2,86	2,72	3,00	3,23
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	1,71	3,46	2,44	2,71
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	5,12	6,66	5,08	5,66
Deuda Financiera / Pasivo	33,52%	51,99%	48,08%	47,94%
Deuda Financiera / Patrimonio	48,15%	73,01%	79,26%	75,54%
Pasivo Total / Activo Total	58,96%	58,41%	62,24%	61,17%
Capital Social / Activo Total	20,59%	21,51%	20,75%	18,94%
Solidez				
Patrimonio Total / Activo Total	41,04%	41,59%	37,76%	38,83%
Eficiencia				
Periodo de Cobros (días)	39	30	36	48
Duración de Existencias (días)	58	55	60	62
Plazo de Proveedores	79	58	61	66

Fuente: CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. / Elaboración: Class International Rating