

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE
RIESGO A LA PRIMERA, SEGUNDA,
TERCERA, CUARTA Y QUINTA EMISION DE
OBLIGACIONES DE**

CORPORACION EL ROSADO S.A.

DICIEMBRE 2015

CORPORACIÓN EL ROSADO S.A					
	Primera Emisión	Segunda Emisión	Tercera Emisión	Cuarta Emisión	Quinta Emisión
Monto de la emisión:	Hasta por US\$25,000,000	Hasta por US\$25,000,000	Hasta por US\$40,000,000	Hasta por US\$25,000,000	Hasta por US\$25,000,000
Saldo:	US\$ 11.720 ¹	US\$13,000,000	US\$22,000,000	US\$19,482,000	
Monto Colocado:	US\$ 3,065,500				
Plazo:	Clase J: 1.440 días Clase Z: 1.800 días	1,800 días	1,800 días	Clase B: 1.440 días Clase C: 1.800 días	Clase D: 1.440 días
Tasa de interés:	8% fija anual	7% fija anual	7% fija anual	7% fija anual	7% fija anual
Amortización de capital e intereses:	Trimestral	Clase R –pago de capital e intereses trimestrales Clase S – pagos de intereses trimestrales y capital al vencimiento.	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Garantías y Resguardos:	Garantía General, Resguardos de Ley	Garantía General, Resguardos de Ley	Garantía General, Resguardos de Ley	Garantía General, Resguardos de Ley	Garantía General, Resguardos de Ley
Uso de los Fondos:	100% para capital de trabajo de la compañía.	20% para cancelar pasivos de un costo y 80% para financiamiento de parte del capital de trabajo.	30% para cancelar pasivos de un costo y un 70% para financiar capital de trabajo	40% para cancelar pasivos con instituciones financieras locales y un 60% para financiar parte del capital de trabajo.	100% para capital de trabajo
Fecha de vencimiento:	Septiembre de 2015	Septiembre de 2016	Noviembre de 2018	Agosto de 2019	
Calificación Asignada:	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA-

CALIFICACIÓN ASIGNADA DESDE LA PRIMERA A CUARTA EMISION OBLIGACIONES AAA

CALIFICACIÓN ASIGNADA A LA QUINTA EMISION OBLIGACIONES AAA-

El Comité de Calificación de nuestra institución, en la sesión del 30 de diciembre de 2015, basado en los análisis efectuados por el personal técnico, a partir de la información financiera auditada histórica y el corte interno al 2015 (octubre), y demás información cualitativa y cuantitativa, ha resuelto mantener a la Primera, Segunda, Tercera y Cuarta Emisión de Obligaciones de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. en la categoría de riesgo de "AAA" y mantener a la Quinta Emisión de Obligaciones en la categoría de riesgo de "AAA-", definida como:

AAA-²

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. El signo menos (-) indicará que la calificación podría descender hacia su categoría inmediata inferior.

PRESENCIA BURSÁTIL

El Emisor mantiene vigente en mercado de valores los siguientes procesos de emisión de obligaciones: a) Primera Emisión de Obligaciones aprobada el 27 de Agosto de 2010 de acuerdo a la resolución número SC-IMV-DJMV-DAYR-G-10-0005810, por un monto hasta US\$25 millones con fecha de vencimiento Septiembre de 2015; b) Segunda Emisión de Obligaciones aprobada el 1 de Septiembre del 2011 de acuerdo a la resolución número SC-IMV-DAYR-DJMV-G-11-0004859, por un monto hasta US\$25 millones con fecha de vencimiento Septiembre de 2016; c) Tercera Emisión de Obligaciones aprobada el 23 de Mayo de 2013 de acuerdo a la resolución número DAYR-DJMV-G-13-0003062, por un monto hasta US\$40 millones con fecha de vencimiento Noviembre de 2018; d) Cuarta Emisión de Obligaciones

¹ La primera emisión de obligaciones ha sido cancelada en su totalidad mediante transferencia al Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE, para que a su vez sean cancelados los respectivos montos a los Inversionistas; no obstante existen dos Títulos Valores de los cuales hasta la fecha no han sido cobrados.

² Conforme al Artículo 14 y 16, Sección II, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II, la calificación otorgada por la Calificadora a la presente Emisión de Obligaciones no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Conforme al Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Subtítulo I, Título II El informe de calificación se realizó en base a información proporcionada por el Emisor y obtenida de los Estados Financieros Auditados.

aprobada el 8 de Agosto de 2014 de acuerdo a la resolución número SCV-INMV-DNR.14.0005133, por un monto hasta US\$25 millones con fecha de vencimiento Agosto de 2019; y, e) Quinta Emisión de Obligaciones aprobada el 7 de Septiembre de 2015 de acuerdo a la resolución número SCVS-INMV-DNAR.15.0003367, por un monto hasta US\$25 millones y puede colocar hasta el 7 de junio de 2016.

FUNDAMENTACIÓN

La abrupta caída del precio del petróleo en los mercados internacionales, delinea para el año 2015 un escenario de condiciones muy diferentes a las experimentadas en el último quinquenio. Ecuador en su calidad de país exportador de crudo, enfrenta presiones de orden fiscal obligando a las autoridades a revisar el presupuesto de inversión y gasto inicialmente planteado. Al mismo tiempo, el fortalecimiento del dólar en los mercados cambiarios incide sobre los resultados de la Balanza Comercial toda vez que las exportaciones locales se vuelven menos competitivas frente a la oferta de países en posibilidad de devaluar su moneda, debiéndose por ello buscar medidas que desestimulen las importaciones de bienes que compiten con la producción interna.

No obstante lo señalado, es importante destacar que el conjunto de la economía ha alcanzado un valor agregado superior a US\$100 mil millones derivado de la creciente actividad lograda por los principales sectores industriales del país. La capacidad de compra de la población ha aumentado sostenidamente favoreciendo la actividad empresarial en particular de aquellos sectores proveedores de bienes y servicios ubicados en la base de la pirámide de consumo, entre ellos las cadenas de almacenes de productos alimenticios y del hogar.

Siendo una de las principales cadenas de retailing del país, la firma emisora llegó a alcanzar en los dos últimos ejercicios, ingresos superiores a US\$1.000 millones, sin embargo la desaceleración experimentada por la economía agregada por las razones señaladas inicialmente, ha afectado los resultados acumulados en el presente periodo de forma tal que al mes de octubre último, las ventas suman un monto de US\$792.3 millones. Dicha cantidad llega a representar el 76% de los ingresos anuales del 2014. La cadena de supermercados contribuye con 67.6% del total vendido, la de tiendas de ferretería aporta con 19.6%, la cadena de almacenes con 8.8% y las jugueterías con 3.3%.

Al momento el grupo comprende un total de 95 establecimientos que operan en las principales ciudades del país entre los que destacan 51 en Guayaquil, 12 en Quito, 5 en Manta, 5 Durán, 4 en Samborondón y la diferencia ente otras localidades a nivel nacional.

Debido a lo mencionado respecto a la coyuntura económica del país, la Corporación evidencia el incremento de la proporción que se necesita de los ingresos para cubrir los costos de venta, con lo cual el margen de ventas alcanzado desciende a 22.1% en octubre del 2015 frente a un 24.4% al cierre del 2014. Los gastos operativos por su parte requirieron una proporción similar de los ingresos, en relación al 2014, siendo dicha proporción del 22.2%, dando un margen operativo preliminar al corte en mención, negativo. Dada la naturaleza del negocio, el Emisor registra otros ingresos operacionales (publicidad a proveedores, ingresos por exhibición, entre otros), con lo cual el margen operativo resulta en 0.7% al corte de octubre del 2015 y un margen neto de 3.1%. El monto de flujo de efectivo fue de US\$56.1 millones en promedio, a partir de activos productivos promedios de US\$321.2 millones, que a su vez muestran una rentabilidad de 17.5%.

La estructura de capital invertido de la Empresa a diciembre de 2014 fue de US\$393.4 millones y se reduce a US\$374.2 millones al corte interno de octubre del 2015, donde US\$117.4 millones corresponden a deuda financiera (generadora de pago de intereses) y US\$256.8 millones de inversión patrimonial, equivalente a una relación entre ambas fuentes de fondos de 0.46 veces (ligeramente menor a la mostrada al cierre 2014: 0.61 veces). El 26.5% de dichos pasivos con costo tiene programación de pago a corto plazo y llegan a financiar el 19% del monto total de activos a octubre de 2015. A pesar del déficit en el capital de trabajo comercial, a octubre 2015, los pasivos corrientes son suficientes para cubrir los activos corrientes, de tal forma que se estima hasta este corte, que el giro del negocio genera disponibilidad de recursos para el pago de sus obligaciones bajo las condiciones pactadas inicialmente.

A partir del análisis conjunto de los factores de riesgo cuantitativos y cualitativos señalados, el Departamento Técnico de la firma propone como Calificación Preliminar del presente proceso, la Categoría de Riesgo de "AAA-".

Las emisiones de obligaciones fueron estructuradas con garantía general por lo que se encuentra respaldada con los activos libres de gravamen de la Empresa y cuenta con los resguardos exigidos por la Ley de Mercado de Valores, (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero), su reglamento y las resoluciones del

Consejo Nacional de Valores.

A pesar de la coyuntura, el posicionamiento que mantiene la Empresa en su segmento comercial de cadenas de auto servicio a nivel nacional, se refleja en su capacidad de generación de efectivo libre con la cual logra cubrir con amplia holgura, los egresos correspondientes a los pasivos con costo que componen su estructura de capital. El Comité de Calificación ha analizado los factores de riesgo cuantitativos y cualitativos considerados en la Calificación Preliminar, así como también las características propias del instrumento en cuanto hace relación a los mecanismos de garantía y resguardos que incluye, habiéndose pronunciado por mantener a la Primera, Segunda, Tercera y Cuarta Emisión de Obligaciones de **CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. en la calificación de riesgo de "AAA"** y la Quinta Emisión de Obligaciones en la categoría de riesgo "AAA".

1. Calificación de la Información.

Para la presente actualización a la calificación de riesgo de la primera, segunda, tercera, cuarta y quinta emisión de obligaciones, CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. ha proporcionado entre otros requerimientos de información de la Calificadora, lo siguiente: Estados Financieros auditados desde el 2007 al 2010 (bajo las Normas Ecuatorianas de Contabilidad - NEC), Estados Financieros auditados del 2011 al 2014 y el corte interno al 31 de octubre de 2015 bajo las Normas Internacionales de Información Financiera - NIIF; Detalle de activos libres de Gravámenes; ; y demás información cuantitativa y cualitativa. *Cabe resaltar que la calificación otorgada está basada en la información proporcionada por CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. para el efecto, la cual debe cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, siendo CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. responsable de que la documentación entregada a la Calificadora sea idéntica a la presentada ante el organismo de control, sin perjuicio de que cualquier diferencia entre la información evaluada por la Calificadora y la presentada al ente de control pueda ser -una vez comunicada a la Calificadora- conocida y analizada por ésta en un nuevo Comité de Calificación.*

Los estados financieros de la Institución entregados a la Calificadora para los períodos del 2007 - 2012 fueron auditados por la firma de auditores independientes Price WaterHouse Coopers del Ecuador Cía. Ltda. con número de Registro RNAE 21730. Ninguno de los dictámenes presentaba abstención de opinión o salvedad. De los estados financieros al 31 de Diciembre de 2013 y 2014 que fueron auditados por la misma firma, destacan como punto de énfasis que las operaciones de la Empresa corresponde fundamentalmente a la compra y venta de mercaderías a través de su cadena de tiendas y grandes almacenes, para lo cual, la Empresa financia a sus compañías relacionadas y contrata servicios a diferentes compañías del mismo grupo económico a los precios y bajo las condiciones establecidas con dichas entidades.

Una vez que se verificó que la información cumple con los parámetros de validez, suficiencia y representatividad, en los periodos analizados, acorde a la metodología interna de la Calificadora; y que CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. tenga capacidad para cumplir sus gastos financieros vigentes, se procedió con la aplicación normal de los procedimientos de calificación, detallados en el informe.

2. Análisis de la Capacidad de Pago Histórica

2.1. Análisis de la Solvencia Histórica del Emisor

El cálculo de la cobertura histórica de los gastos financieros de las presentes emisiones de obligaciones se basaron en información contenida en los estados financieros auditados comprendidos para el periodo 2007 - 2014, así como también los estados financieros internos cortados al 31 de octubre de 2015 (no auditado).

La cobertura de gastos financieros se obtiene de confrontar el flujo de efectivo depurado, generado por los activos productivos de la Empresa con los gastos derivados de la deuda financiera que a la fecha son conocidos. Los activos contables han sido ajustados para eliminar aquellos que no han contribuido a la generación de flujo de efectivo. Los pasivos financieros que mantiene la Empresa al momento de la calificación de riesgo fueron incluidos en el análisis con una tasa igual a la tasa promedio de las tasas vigentes de dichos créditos, además del saldo de los títulos colocados y el monto total de la quinta emisión de obligaciones por colocar. (Ver sección metodología en el presente informe). El resultado obtenido reflejó que históricamente los gastos financieros han sido cubiertos por el flujo depurado de los ejercicios anteriores de manera suficiente.

	AÑO 2013	AÑO 2014	OCT 2015
Activos Promedio	US\$324,736,210	US\$341,182,615	US\$321,210,670
Flujo Depurado Ejer.	US\$ 74,335,696	US\$62,728,374	US\$44,338,327
% Rentabilidad Act. Prom. Ejercicio	22.89%	18.39%	16.56% (*)
Monto de Deuda	US\$ 139,348,227		
Gastos Financieros	US\$ 6,098,439		
Cobertura Histórica de Gastos Financieros:	9.20 veces		
Pasivos Exigibles/ EBITDA:	3.88 años		

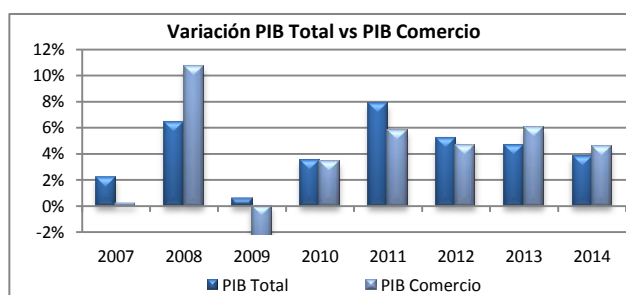
(*) Datos extrapolados al año 2015 completo

2.2. Evaluación de los Riesgos de la Industria

Considerando el origen del flujo de fondos de la empresa emisora, el análisis del riesgo industrial presentado a continuación se ha sustentado primordialmente en la evaluación de las características de la actividad comercial en el Ecuador, así como los subsectores de Autoservicios. A partir del análisis de sus factores más relevantes, incluyendo la fase de desarrollo del sector al ser un segmento económico consolidado, su grado de profundización en la economía y el grado de sensibilidad ante cambios del entorno, se establece que el sector "Comercio" en conjunto con el subsector de autoservicios, se los ha categorizado como de **Riesgo Bajo**.

Comercio

Las cifras del Banco Central del Ecuador (BCE) señalan que la actividad económica "Comercio" mantiene su importancia dentro de la estructura económica del país, contribuyendo con 10.1% del Producto Interno Bruto (PIB) del país en el ejercicio 2014 y presentando un comportamiento variable acorde al movimiento de la economía en general que resultó en un crecimiento anual promedio de 3.9% desde el año 2007, al tiempo que la economía en su conjunto registraba un crecimiento promedio de 4.3% en igual lapso. En el año 2010 el PIB del sector tuvo una variación real de 3.4%, que aumentó en el año 2011 a 5.8%, a partir de lo cual se observó un menor ritmo que le llevó a cerrar el ejercicio 2012 con una variación real de 4.7% (versus 5.2% para el total de la economía) pero repuntando a 6.0% en el 2013 (4.6% para el PIB total). En el ejercicio 2014 se observaron incrementos reales de 4.6% para el PIB del sector y de 3.8% para el PIB total respecto al valor del año anterior. A pesar del despunte que había tenido este sector, en los cuatro últimos años, el desempeño del PIB del sector de comercio se reduciría según la previsión del Banco Central del Ecuador, al final del presente año tendría un 2.2% de crecimiento y el PIB total cerraría con una variación positiva de tan solo el 1.9%.

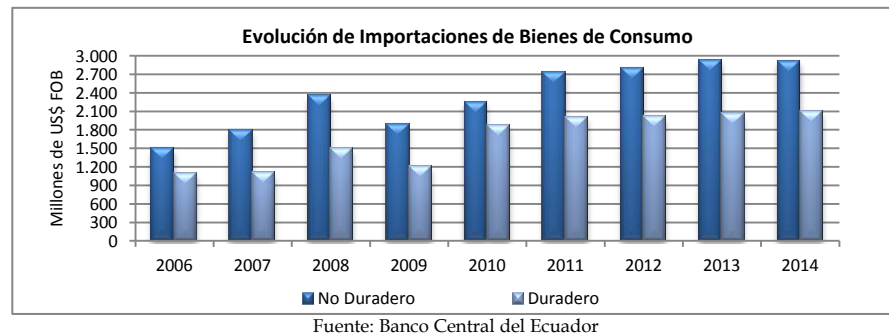


Fuente: Banco Central del Ecuador

Por otro lado, de acuerdo a las cifras publicadas por la Superintendencia de Compañías, en el año 2013 se registró un total de 12,445 compañías categorizadas en la actividad económica principal de "Comercio" (12,126 en 2012). El conjunto de sociedades del sector comercial presentaban activos en 2013 por un total de US\$23,963 millones (2012: US\$20,978 millones), pasivos por US\$15,688 millones (2012: US\$13,842 millones), patrimonio de US\$8,275 millones (2012: US\$7,135 millones), e ingresos de actividades ordinarias por US\$44,222 millones (2012: US\$39,832 millones).

Otra herramienta para evaluar el desempeño del sector está dada por el Estudio Mensual de Opinión Empresarial del Banco Central del Ecuador que abarca 800 grandes empresas de cuatro ramas de actividad económica: Industria, Comercio, Construcción y Servicios a fin de determinar el llamado Índice de Confianza Empresarial (ICE). Al mes de diciembre de 2014, el ICE de la rama Comercial se situó en 1,361.6 puntos, que significó un crecimiento de 13% respecto al cierre del ejercicio anterior. El ciclo del ICE Comercio se encontraba a dicha fecha 0.6% por debajo de su tendencia de crecimiento de corto plazo.

Un factor importante a considerar dentro del sector comercial es que una significativa porción de sus ventas se originan en bienes importados, particularmente bienes de consumo, que durante el año 2014 alcanzaron un total de US\$5,232.3 millones (FOB) y que significaron un incremento de 0.04% respecto al valor del año anterior. La evolución mostrada por las importaciones de bienes de consumo duradero y no duradero en los últimos años se muestra a continuación, donde se aprecia la disminución que se dio en el año 2009 y la posterior recuperación de los montos importados, si bien a un ritmo acentuadamente menor en los tres últimos años respecto a los ejercicios anteriores.



El segmento comercial incluye a su vez dos niveles de intermediación en la distribución y/o comercialización de bienes (el uno, entre el fabricante, productor o importador y el consumidor final; y dos, cuando en la cadena de valor mencionada, intervienen los comerciantes minoristas). En el primer nivel de intermediarios aparecen las figuras importador-distribuidor y los mayoristas. El grupo de importadores-distribuidores son agentes que asumen todos los riesgos comerciales, desde contactar al proveedor, movilizar la mercadería y distribuirla entre sus diferentes almacenes para llegar al consumidor final, las inversiones superan (generalmente) los US\$100 millones de dólares; de manera general los agentes de este segmento cuentan con medios suficientes para mantener sucursales a nivel regional o nacional. Entre las ventajas de este segmento están las de contar con una extensa lista de productos para comercializar (licores, alimentos, electrodomésticos, ferretería, perfumería, cosméticos y en algunos casos automóviles) y poder ofrecer menores precios debido a que no hay intermediarios que vuelvan oneroso el negocio de la distribución. Dentro del mismo segmento, están los importadores más pequeños, los cuales se especializan en segmentos específicos como bienes de consumo y alimentos, construcción y ferretería, medicinas y cosméticos. También pertenece a este grupo, los almacenes con “grandes superficies” o hipermercados, cuya característica principal es exhibir la mayor cantidad de productos en el mismo lugar. Finalmente, los mayoristas, segmento que se abastece del fabricante local y/o del importador, asumiendo el riesgo de colocar y vender los productos aunque no se encarga directamente de la transacción con el proveedor o productor. Los mayoristas adquieren poder de negociación acorde al monto de compra y por ende pueden ofrecer descuentos al consumidor final; suelen tener sucursales a nivel local.

En el segundo nivel de intermediación se encuentran los minoristas, que constituye un sector muy atomizado que en su gran mayoría cuentan con un máximo de dos puntos de venta a nivel local. En el Ecuador se ha estimado que existen 210 tiendas (entre minoristas e informales) por cada 100,000 habitantes; sin embargo, la tendencia del número de participantes en el segmento disminuye en el tiempo, lo cual se debe a que los grandes actores del segmento de comercialización abarcan progresivamente áreas atendidas por los minoristas. A pesar de lo mencionado, el negocio aún representa atractivo para los comerciantes, puesto que genera importantes ingresos promedio, especialmente, en aquellos nichos de mercado distantes de las áreas de acción de los supermercados, mini markets o autoservicios. En este grupo también se encuentran las “cadenas de supermercados” menores, cuyo target es la población urbana de clase media-baja y baja.

Otras modalidades para llegar al cliente final son los “agentes representantes” y las “franquicias”, que se distinguen por manejar pocas líneas de productos y actuar por cuenta y en nombre del representado. La identificación de los tres segmentos de la comercialización al por mayor y menor, evidencia el alto nivel competitivo existente en el segmento, donde el riesgo de sustitución entre uno u otro agente no solo dependerá de espacios amplios, o del stock de mercadería acorde a las necesidades de los diferentes clientes, sino de servicios adicionales, como facilidades de pago, calidad de los productos, atención al cliente, limpieza, servicios anclas, entre otras características.

Por otro lado, y considerando la significativa proporción de artículos importados que están involucrados en la

actividad económica “Comercio”, es importante destacar el efecto sobre el sector de medidas de comercio exterior tomadas en los meses previos. En noviembre de 2013 el Comité de Comercio Exterior (COMEX) emitió la Resolución No. 116 en la cual se reforma la nómina de productos sujetos a controles previos a la importación y se establece que el “Certificado de Reconocimiento” será exigible como documento de soporte a la Declaración Aduanera para todas las mercancías embarcadas a partir de la vigencia de dicha Resolución y del correspondiente Reglamento Técnico Ecuatoriano (RTE-INEN). La antedicha nómina incluía 293 subpartidas, que luego fue modificada mediante la Resolución No. 003 de enero de 2014 para incluir 16 subpartidas adicionales y excluir una. De esta forma, reportes de prensa han reportado que a inicios de 2014 se ha evidenciado una afectación en el proceso de nacionalización de un número de productos importados, debido a las dificultades para obtener los certificados de conformidad emitidos por laboratorios o verificadoras debidamente validados por el organismo de acreditación nacional, y que constituye un requisito previo de importación y es documento habilitante para nacionalizar mercadería llegada a puerto con posterioridad a la medida.

Publicaciones de prensa³ han recogido también lo señalado por el Ministro Coordinador de la Producción respecto a que uno de los efectos de la Resolución 116 del COMEX sería la reducción de más de US\$800 millones en compras al extranjero, sustituyéndolas con producción a nivel local, para lo cual se han empezado a realizar acuerdos con productores nacionales. En todo caso, mientras se alcanza un pleno cumplimiento de la obligación de contar con los certificados de conformidad para las importaciones afectadas o los volúmenes de producción local logren una cobertura completa de la demanda, se estima que la oferta de dichos productos puede verse resentida en el corto plazo, si bien la magnitud de este impacto dependerá de los niveles de existencias de cada producto y del tiempo que tome la normalización en la obtención de la nueva producción.

Adicionalmente, a partir de enero de 2015 entró en vigencia la Resolución No. 051-2014 del COMEX en la que se definieron nuevas tarifas arancelarias para un número importante de partidas relacionadas con maquinarias y equipos (de los grupos 40, 59, 68, 69, 72, 82, 84, 85, 87, 90, 91 y 95, cuyo arancel previo era de 0% y pasó a entre 5% y 25%). Posteriormente, y con el propósito de regular el nivel de importaciones y salvaguardar el equilibrio de la balanza de pagos, en marzo de 2015 mediante Resolución No. 011-2015 el COMEX estableció una sobretasa arancelaria que afecta al 32% del total de importaciones según el valor actual de las mercancías y que tendrá una duración de 15 meses luego de lo cual se hará un cronograma de desgravación. Esta sobretasa fluctúa entre 5% y 45%, acorde al siguiente detalle:

- 5% para bienes de capital y materias primas no esenciales
- 15% para bienes de sensibilidad media
- 25% para neumáticos, cerámica, CKD de televisores y CKD de motos
- 45% para bienes de consumo final, televisores y motos

Todo ello permite prever que el comportamiento de los mercados de un importante número de artículos importados se verá afectado por la implementación de las medidas antedichas al menos en el corto y mediano plazo.

Segmento de Autoservicios

Entre los principales actores del mercado en el sector comercial de autoservicios se encuentran Corporación Favorita C.A., Corporación El Rosado S.A., Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A., Mega Santamaría S.A., y otras empresas de menor tamaño, cuyas principales características se mencionan a continuación.

1) Corporación Favorita C.A. es la empresa líder del segmento con ingresos de actividades ordinarias que sumaron US\$1,925.6 millones durante el año 2014, valor que significó un crecimiento anual de 9.7% (según cifras de la Superintendencia de Compañías). Cuenta con más de ciento treinta establecimientos a nivel nacional de sus diversos formatos de supermercados -acorde al nivel socio económico que atiende- y que operan bajo los nombres comerciales Supermaxi (34 locales a nivel nacional), Megamaxi (12), Aki (37), Gran Aki (14), Súper Akí (4), Juguetón (29) y Super saldos (un local fijo en Quito, temporalmente se abren algunos locales en Cuenca, Ambato y Guayaquil). Entre sus filiales se encuentran las firmas Comohogar (con las marcas Sukasa, Todohogar, Salón de Navidad y Sukocina), Kywi, Mega kywi, TVentas, Radio Shack, Mr. Books, Agropesa, Pofasa, Maxipan, Tatoon, y Bebemundo. La corporación aplica una estructura vertical, contando desde procesadoras de carnes y aves, panificadoras hasta productos de consumo masivo con marca propia, además tiene participación en varios centros comerciales ubicados en distintas ciudades del país.

³<http://www.eluniverso.com/noticias/2014/01/14/nota/2029971/importaciones-bajarian-mas-800-millones>

<http://www.eluniverso.com/noticias/2014/01/22/nota/2067256/gobierno-aplicara-16-reglamentos-mas-importacion-productos>

Cuenta con un sistema de distribución interno para abastecer a sus puntos de ventas diariamente de ser el caso y además para mantener los altos niveles de calidad realiza controles sistemáticos de los productos. Por el tamaño de sus operaciones tiene un alto poder de negociación y cuenta además con infraestructura para generación de energía hidroeléctrica que sirve mayormente a las empresas del grupo, donde se incluyen también otros negocios comerciales relacionados con el ramo ferretero, artículos tecnológicos, artículos para el hogar, libros, entre otros.

2) Corporación El Rosado S.A. registró ingresos de actividades ordinarias en el 2014 de US\$1,070.7 millones, que representó una variación anual de 1.7%. Maneja las marcas Mi Comisariato, Ferrisariato, Mi Juguetería, Hiper Market, Río Store y la versión “mini” de los Mi Comisariatos, incluyendo el concepto “Mini Plus” (que unifica supermercado y ferretería). Aplica una estructura horizontal, centrándose en la venta directa por medio de sus locales de tamaño pequeño, medio y los hipermercados. Tiene una central de compras y se abastece directamente de productos extranjeros para ciertas líneas de productos. A diferencia del líder del segmento, atiende a la clase media, media-baja y popular principalmente de la región Costa y con especial énfasis en la ciudad de Guayaquil. Por la escala de sus operaciones también mantiene un alto poder de negociación frente a proveedores. El grupo administra más de ciento diez establecimientos a nivel nacional y cuenta además con una división de entretenimiento bajo la que operan centros comerciales, cines, restaurantes, tiendas de música y video y una radio.

3) Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A. alcanzó US\$559.8 millones en ingresos de actividades ordinarias durante el año 2014, un aumento de 13.9% respecto al ejercicio anterior. Opera bajo las marcas Almacenes Tía, Súper Tía, Tiendas “Multiahorro”/“Tía Express”. A diferencia de las otras dos empresas, el nicho de mercado de este oferente son ubicaciones alejadas de los polos comerciales más reconocidos y que no son cubiertos por la competencia, apuntando a los niveles socioeconómicos medio y bajo en dichas zonas. Cuenta con centros de distribución y un creciente número de locales (172a mayo de 2015) que le permiten ofrecer una amplia cobertura geográfica a nivel nacional –incluyendo los de la cadena Supermercados Magda que adquirió en 2012-. Los locales de esta empresa se encuentran ubicados estratégicamente tanto en grandes ciudades como en zonas rurales, compitiendo directamente con el sector informal, mercados populares y minorista en general.

4) Mega Santamaría S.A. reportó ingresos por actividades ordinarias que llegaron a US\$310.9 millones en el año 2013, lo que significó un incremento anual de cerca de 4%. El radio de acción de esta empresa se concentra mayormente en la ciudad de Quito, donde se ubica en el grupo de supermercados de menor posicionamiento pero con una creciente cobertura, que incluso se ha ampliado a ciudades cercanas como Latacunga y Ambato con la adquisición durante el año 2014 de la cadena local Narcis Supermercados.

5) A continuación se ubica un grupo de supermercados de limitado tamaño y naturaleza especializada que atienden áreas geográficas particulares u ofrecen tipos de alimentos específicos, con una cobertura orientada a sectores comerciales de las mayores ciudades del país. Entre los principales se encuentran: Coral Hipermercados (perteneciente a Gerardo Ortiz e Hijos Cia. Ltda., que tuvo ventas por US\$217.7 millones en 2014), La Española (marca comercial bajo la que operan las empresas Ecuarider S.A. y Distemca S.A., con ventas conjuntas por US\$18.5 millones), Avícola Fernández (que tuvo ventas de US\$52 millones), Avícola Verónica (de la empresa Discarporsa S.A., con ventas de US\$0.2 millones) y Del Corral (propiedad de Liris S.A., empresa que tuvo ingresos de US\$62.9 millones en todas sus líneas de negocio en 2013).

En la rama de actividad económica comercial de autoservicios destacan también empresas dedicadas a la venta de productos farmacéuticos, prendas de vestir, artículos de ferretería, material de papelería, entre otros artículos de consumo, que realizan la distribución de sus productos al consumidor final a través de cadenas de establecimientos localizados estratégicamente en los principales centros poblados.

Como elemento digno de notar y relevante para los actores de este segmento comercial se encuentra la emisión por parte de la Superintendencia de Control del Poder de Mercado (SCPM) del “Manual de buenas prácticas comerciales para el sector de los supermercados y/o similares y sus proveedores”, que entró en vigencia desde el mes de noviembre de 2014. Entre otras disposiciones se dispone lo siguiente: los supermercados no podrán obligar o prohibir a sus proveedores a promocionar o vender sus productos a otros supermercados, ni condicionar ilegalmente la fijación de precios para su beneficio ni su plazo de pago; se prohíben cláusulas que impliquen pacto de retro compra o retroventa de los productos entregados por el proveedor al supermercado; se disponen plazos máximos de pagos según montos de facturación anual del año anterior; la participación de proveedores en tres segmentos de facturación anual menor a US\$1 millón corresponderá obligatoriamente al 11% de las compras totales en cada uno de estos segmentos realizadas por los supermercados, lo que deberá

cumplirse hasta el término del año 2015; si en lo anterior se privilegia la participación de proveedores de la economía popular y solidaria se puede ampliar el plazo de cumplimiento hasta diciembre de 2017; los supermercados no podrán devolver los productos luego de su recepción salvo por errores de fabricación o causales pactadas en los contratos de provisión; los productos con marca propia se debe realizar bajo contrato de producción independiente del contrato de provisión; la promoción de productos cuyo precio sea inferior al precio de compra constante en la factura se hará solo por 6 causales, que a su vez deberán ser advertidas a los consumidores; los supermercados no podrán exigir bajo ningún concepto la realización de promociones con cargo al proveedor; deberán existir al menos 2 proveedores para cada ítem; se establecen criterios de obligación de exhibición en góndolas; al menos una vez al año se debe desarrollar capacitación sin costo para los proveedores orientada a mejorar conocimientos y habilidades de los proveedores en materia de entrega eficiente de mercadería; se establecen mecanismos de solución de controversias; se define el contenido mínimo de los contratos de provisión; se dispone la obligatoriedad de remitir a la SCPM hasta el 15 de abril de cada año el listado actualizado de todos sus proveedores; la publicación mensual en sus portales web del listado de todos los productos que ofrecen los supermercados con sus precios finales; en un plazo de 6 meses los supermercados establecerán espacios de exhibición de productos orgánicos, multiculturales, de los actores de la economía popular y solidaria, y de precios justos.

Segmento de Tiendas por Departamento

El mercado de tiendas por departamento en el país ha registrado un importante crecimiento en los últimos años, de la mano de la evolución mostrada por la economía en general y del sector comercial en particular. Al aumento de la demanda se ha añadido también el nivel altamente competitivo de los participantes del segmento, los cuales se caracterizan por tener cobertura y presencia mayoritaria en los centros comerciales (donde algunos funcionan como negocios ancla) de las ciudades más grandes del país.

De acuerdo a información de las principales empresas del país, publicada por medios de comunicación especializados (como la revista Ekos), se obtuvo el nivel de ventas de los principales competidores de este sector y un aproximado de su participación de mercado, en el que se evidencia que Almacenes De Prati S.A. mantuvo en los tres últimos años una participación de mercado de alrededor de 40% como reflejo de las estrategias de ventas implementadas y manteniendo el liderazgo frente a sus competidores, dados por Superdeporte S.A. (bajo el nombre comercial Marathon Sports), Comercial Etatex S.A. (ETA Fashion) y PYCCA S.A.



Fuente: Revista Ekos, <http://www.ekosnegocios.com>

Según expertos del mercado, los elementos clave para el desarrollo exitoso de este tipo de negocios están dados por una acentuada mejora en la experiencia del consumidor, disponer de modernos sistemas de pago, facilitar suficiente información al potencial comprador, implementar una mayor tecnificación en sus operaciones, mantener un acelerado ritmo de innovación y contar con adecuados niveles de stock disponible.

Segmento de Centros Comerciales

El importante crecimiento de la actividad comercial que experimentó el país en la última década se ha visto reflejado además en el notorio aumento de los centros comerciales, principalmente en las circunscripciones territoriales de las ciudades más grandes: Quito, Guayaquil y Cuenca. No obstante, en los últimos años se ha visto también una significativa expansión hacia polos habitacionales ubicados en áreas adyacentes a las ciudades de mayor tamaño, tales como los valles de San Rafael y Cumbayá en Quito, y las vías a Samborondón y a la Costa en Guayaquil. A más de lo anterior, la oferta de centros comerciales se ha ampliado a cantones de menor tamaño pero que cuentan con una importante actividad económica, incluyendo Ambato, Machala, Manta, Portoviejo, Quevedo, Riobamba, Daule, Loja, entre otros. Según información del Servicio de Rentas Internas (SRI) tomada por diario El Comercio, las inversiones en centros comerciales han proveni-

principalmente de grupos económicos, entre los que se encuentran Consorcio Nobis, Grupo Quicentros y Gerardo Ortiz, si bien la mayor concentración ha surgido de dos grupos económicos con mayor expansión en esta línea de negocios: Corporación Favorita (liderado por la familia Wright, que opera las cadenas Supermaxi, Megamaxi, Akí y Gran Akí), y Corporación El Rosado (familia Czarninski, bajo los formatos Riocentro en Guayaquil y Paseo Shopping en otras ciudades, los que tienen como ancla a locales de la cadena Mi Comisariato).

En el caso particular de Guayaquil, esta distribución en la localización de los centros comerciales se realizó hacia las amplias áreas residenciales de la zona norte de la ciudad que se encontraban insuficientemente servidas por tiendas de barrio y por pequeños negocios aislados y dispersos. Siendo una ciudad tropical, el modelo que resultó de mayor acogida a los consumidores en primera instancia fue el de concentraciones de locales en grandes edificios climatizados que brinden seguridad y parqueos, siendo menos atractivos los centros comerciales abiertos. Iniciando en 1979 con la apertura del primer centro comercial, para el año 2012 se estimaba que existían al menos 56 plazas y centros comerciales en la ciudad de Guayaquil y su zona directa de influencia, lo cual representa ocho más que en el 2011, mientras que para el 2013 se esperaba la entrada en funcionamiento de otros ocho centros adicionales, así como de nuevos emprendimientos de gran envergadura para el 2014 como la fase inicial de Ciudad Comercial El Dorado ubicado entre las vías La Aurora-Pascuales y Samborondón y que tendrá de más de 86 mil m² cuando esté finalizado. Además de los centros comerciales cerrados, las plazas (construidas a campo abierto sin climatización general) retomaron su crecimiento en Guayaquil y zonas cercanas en asociación con representantes de las urbanizaciones privadas donde funcionan estos negocios.

Aunque la tendencia mundial es la repetición de marcas y locales en centros comerciales cada cierto espacio geográfico y demográfico, en Ecuador se aplica un factor diferenciador por capacidad de compra de los consumidores y por asociación de los grupos promotores o propietarios de los centros comerciales, de modo que la oferta de área de desarrollo comercial es algo diversificada, lo que crea patrones de tráfico y consumo relacionados con ventajas competitivas particulares de cada centro comercial. De acuerdo a un estudio realizado por Ipsa Group, una de las razones que motiva a los consumidores a visitar los centros comerciales es la variedad de locales y productos (18%). Otros se inclinan por los patios de comidas (14%), buena atención (12%), hacer compras varias (11%), pasear y distraerse (10%), cines (9%), descuentos y promociones (8%), seguridad y tranquilidad (4%) y zona bancaria (3%). Estos elementos concuerdan con los criterios importantes que explican el desempeño de los centros comerciales, dados principalmente por la ubicación, cercanía a zonas con alto tránsito de personas, la disponibilidad de almacenes anclas, grandes tiendas y centros de entretenimiento.

Si bien el crecimiento poblacional y la creación de necesidades de la demanda hace del negocio de tiendas por departamento un mercado atractivo, dada la dinámica de la economía del país, se considera la existencia de ciertas barreras de entrada, principalmente relacionadas con el requerimiento de elevados montos de inversión, no solo para la puesta en marcha de la infraestructura inicial que permita tener una cobertura significativa a nivel de país, sino que una vez en operación se requiere de continuas renovaciones y promociones que logren la fidelidad del cliente. Otros elementos que requieren de importante atención son la distribución del espacio, diversificación de secciones y constante renovación de la mercadería, así como la disponibilidad de canales modernos de pago y comercialización, especialmente a través de internet.

2.3. Asignación de la Categoría Básica de Riesgo

En función de una Cobertura Histórica de Gastos Financieros de 9.20 y un Riesgo Industrial Bajo se asigna a CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. la Categoría Básica de Riesgo de "AAA-".

3. Análisis de la Capacidad de Pago Proyectada

3.1. Análisis de la Solvencia Proyectada del Emisor

A partir de la información cuantitativa derivada del análisis financiero histórico y del estudio de los factores cualitativos como son el riesgo de la industria, la posición de la Empresa en su industria, el riesgo operacional, gobierno corporativo, entre otros, se establecieron los siguientes parámetros para elaborar los modelos de análisis proyectados:

- Para evaluar la capacidad de pago histórica se ha utilizado información contenida en los estados

financieros auditados de los años 2004 al 2010 bajo NEC, auditados de los años 2011 al 2014 y el corte interno a Octubre de 2015 bajo NIIF.

- Se han eliminado las distorsiones que presentan los libros contables que afectan la determinación de la real capacidad de generación de efectivo por parte de los activos productivos de la Empresa.
- El flujo encontrado en cada periodo permite establecer la rentabilidad de los activos productivos de la empresa, lo que conlleva a determinar la capacidad de generación de flujo presente al aplicar la rentabilidad histórica a los activos más recientes del negocio.
- La información de pasivos afectos a pago de intereses reportados por CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. a Octubre de 2015, es utilizada para encontrar los gastos de orden financiero que al momento debe honrar la firma.
- Para evaluar la capacidad de pago futura de la Empresa se ha construido un modelo que comprende un horizonte de 10 semestres el cual incluye el tiempo de vigencia de la quinta emisión de obligaciones y las cuatro emisiones de valores que se encuentran vigentes.
- Los ingresos proyectados corresponden a los obtenidos por CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., originados por la comercialización de los productos en las divisiones de supermercado, ropa, ferretería, juguetería y entretenimiento.
- Las tasas de crecimiento empleadas en el modelo proyectado derivan de la observación de la evolución del crecimiento histórico de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. y del crecimiento del sector comercio relacionado con el evidenciado en el PIB.
- La estructura del costo de venta refleja el promedio del último periodo de enero a octubre de 2015 de la relación del costo de venta versus los ingresos, por representar de mejor manera el desenvolvimiento actual del negocio y posteriormente calculado en relación a los ingresos proyectados, que resultó en 77.9%.
- El cálculo de los gastos de operación reflejan el promedio del último periodo de enero a octubre de 2015 de la relación gastos operacionales versus las ventas, el cual se mantiene constante durante el periodo de duración de las emisiones de obligaciones vigentes, resultando en 22.2%.
- Los pasivos afectados por el pago de intereses vigentes a la fecha de calificación, son los mismos presentados en el cálculo de la cobertura histórica que suman US\$139.34 millones (incluye el destino de los fondos a colocar) conformadas en un 57.0% por los saldos por pagar de las emisiones de obligaciones vigentes y la diferencia por obligaciones con instituciones financieras, incluyendo el costo financiero por importaciones.
- Las holguras de pago encontradas para cada periodo se utilizan para en promedio encontrar la capacidad de pago proyectada de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.
- El modelo base es afectado en las principales variables de ingreso y egreso para estudiar la variabilidad de la holgura de base ante la ocurrencia de eventos adversos a las normales condiciones del negocio.

Con los parámetros mencionados, se realizó las proyecciones para determinar la Cobertura Proyectada de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. para un período de 10 semestres, aun cuando la cobertura proyectada promedio se calculó tomando los flujos y gastos financieros de 4 semestres, considerando las actuales perspectivas macroeconómicas del país, finalmente la **Cobertura Proyectada de Gastos Financieros fue de 8.59**

3.2. Análisis de Sensibilidad

De acuerdo a la metodología expuesta en el numeral 3.1, de este informe, los eventos desfavorables incluidos en el Análisis de Sensibilidad y sus respectivas fluctuaciones para la determinación de la solvencia histórica y esperada de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. que se presentan a continuación:

Eventos por semestres	Esc. Base	Esc. N° 1	Esc. N° 2
Crecimiento del PIB	0.50%	0.38%	0.25%
Crecimiento Ingresos Emisor	3.00%	2.00%	1.00%
Margen de Ventas	22.08%	21.80%	21.53%
Relación Gastos Operativos /Ingresos	22.20%	22.48%	22.75%
Gastos Financieros	1.00	1.05	1.10
Cobertura Proyectada Promedio⁴	8.59	7.28	6.11

⁴ Cobertura obtenida posterior a la aplicación de la metodología de calificación

3.3. Categoría Básica Proyectada de Riesgo

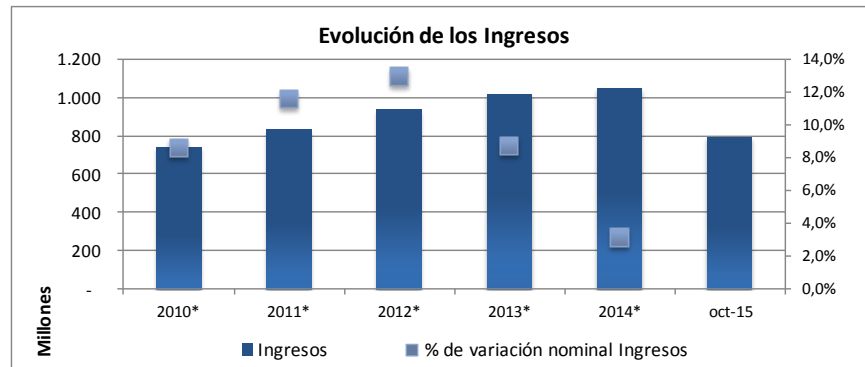
En función del análisis de la solvencia proyectada del Emisor que dio una Cobertura Proyectada de Gastos Financieros de 8.59, el análisis de sensibilización de escenarios y un Riesgo Industrial Bajo se asigna a la Primera, Segunda, Tercera, Cuarta y Quinta Emisión de obligaciones de **CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.** la Categoría Básica Proyectada de Riesgo de **“AAA-”**

4. Análisis de la Calificación Preliminar

4.1. Indicadores Adicionales de la Situación Financiera del Emisor

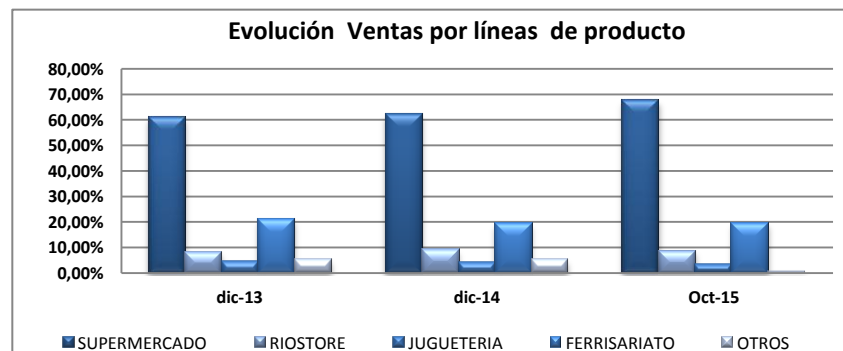
4.1.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

Al 31 de octubre del 2015 la CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. generó ingresos relacionados con su actividad por US\$792.3 millones que frente a lo alcanzado al cierre del 2014 (datos auditados) US\$1,048 millones, y 2013 US\$1.016 millones, se evidencia el impacto de la desaceleración de la economía en general durante este último periodo y se estima que a diciembre de 2015 cerraran con ingresos aproximados a los US\$950 millones. También es importante mencionar que los ingresos reflejados en el gráfico no incorporan la división entretenimiento (Supercines, restaurantes Carl's Jr. y Chili's), que es registrada en una empresa relacionada. A continuación la evolución histórica de los ingresos del Emisor de acuerdo a los estados financieros auditados desde el 2010 hasta el corte interno a octubre del 2015.



(*) Cifras bajo NIIF

El Emisor opera en algunos frentes comerciales para generar sus ingresos, internamente estos se clasifican en: Supermercado, Riostore, Ferrisariato, Juguetería, Entretenimiento y Otros. El mix de ventas evidencia que la línea de Supermercado (en sus diferentes versiones de Mi Comisariato) cubre la mayor parte de los ingresos de manera histórica, al representar el 67.6% de los ingresos al corte de octubre del 2015, le sigue en importancia Ferrisariato con el 19.6%, Riostore con el 8.8% y la diferencia las otras divisiones mencionadas.

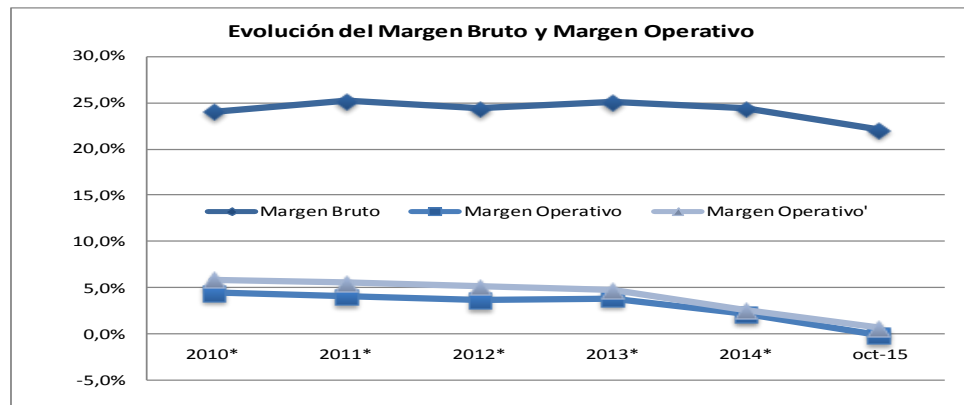


Los costos de ventas a octubre del 2015 llegaron a representar el 77.9% de los ingresos, proporción mayor a la mostrada en periodos anuales anteriores, con lo cual el margen bruto pasa de 24.4% en el 2014 a 22.1% a octubre 2015, principalmente por la reducción de los ingresos del año 2015. A pesar de que el 71% de los costos corresponden a la línea de Supermercados, en relación al margen bruto, la división de mayor margen fue la de Juguetería, seguida por Riostore y Entretenimiento.

Los gastos operacionales prácticamente se mantuvieron en el nivel mostrado al cierre del 2014, requiriendo el

22.2% de los ingresos al corte de octubre del 2015, de igual manera se registraron los Otros Ingresos Operacionales correspondientes a publicidad e ingresos por exhibición, con lo cual el margen operacional es 0.7%, lo cual es atípico de la Entidad si se consideran los datos anuales auditados; sin embargo, la tendencia es decreciente.

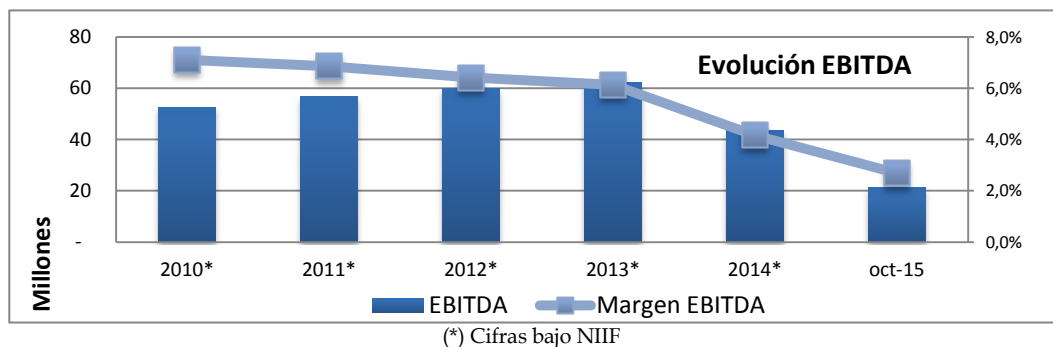
Cabe indicar que el Emisor registra "Otros Ingresos netos" donde se registran ingresos generados por arriendo de espacio físico, servicios administrativos y alquiler, ingresos por canjes, bonificaciones e ingresos financieros. Al 2014 este rubro ascendió a US\$23.4 millones mientras que a octubre del 2015, preliminarmente, sumaron US\$29.3 millones. Los ingresos mencionados aportan positivamente al margen neto, el cual paso de 2.4% en el 2014 a 3.1% en octubre del 2015; en valores absolutos la utilidad antes de impuesto y participación fue de US\$24.7 millones (2014: US\$25.5 millones).



(*) Cifras bajo NIIF

El margen neto sería adecuado para cubrir los gastos financieros, los mismos que a octubre del 2015, evidencia la amortización de parte de los mismos. La utilidad neta preliminar a este corte de información fue de US\$24.7 millones.

Paralelamente, la Entidad muestra la siguiente evolución nominal y porcentual descendente del índice EBITDA, el cual paso de US\$43.6 millones en el 2014 (2013: US\$62.29 millones) a US\$21.3 millones en octubre del 2015, y en términos porcentuales, el margen EBITDA paso de 4.2% en el 2014 (2013: 6.1%) a 2.7% en el corte interno de octubre del 2015. Este decrecimiento corresponde a la reducción de la utilidad bruta lo cual responde al crecimiento del costo de ventas. La deuda generadora de pago de intereses es 5.5 veces el monto del EBITDA al corte de octubre del 2015, proporción que es mayor a la mostrada en los 5 periodos anuales anteriores.



(*) Cifras bajo NIIF

4.1.1. Estructura Financiera y Endeudamiento Patrimonial

Estructura de Activos

A Diciembre de 2014, los activos totales de CORPORACIÓN EL ROSADO fueron de US\$612.7 millones y a octubre prácticamente crecieron en 1%, al cerrar en US\$618.1 millones. El 57% de estos activos son no corrientes, Propiedades y Equipos representa el 14% con un monto de US\$89.4 millones y varios otros activos⁵ el 42%; el 43% restante del activo total, está registrado como inventarios, lo cual responde directamente a la

⁵ Incluye rubros como: cuentas por cobrar relacionadas, acciones en compañías y cargos diferidos.

naturaleza del negocio y a otros activos corrientes, entre los que se registran cuentas por cobrar relacionadas, otras cuentas por cobrar, pagos anticipados.

Los *Inventarios* sumaron US\$142.0 millones, a octubre de 2015, cerca del 23% de los activos totales, cifra compuesta en un 86% por mercadería disponible para la venta. Al corte de octubre del 2015, el inventario mostró una rotación de 69 días, ligeramente más lenta que la mostrada en el 2014 (66 días); el 11% son mercaderías en tránsito y la diferencia, es inventarios de materiales.

Por su parte, las *cuentas por cobrar a compañías relacionadas* sumaron por US\$322 millones que representa el 52% del total de los activos (entre corto y largo plazo), estas transacciones son por diferentes conceptos, especialmente el arrendamiento a los concesionarios de los centros comerciales del Emisor.

Las *Cuentas por cobrar a Clientes*, que pasa de US\$7.6 millones en el 2014 a US\$3.3 millones en el interno de octubre del 2015, y representa apenas el 0.5% de los activos totales, lo cual va directamente ligado a la formas de pago que utiliza el Emisor, donde la recuperación de las mismas osciló entre 1 y 3 días, en relación al 2014.

La *Propiedad, Planta y Equipo* creció en apenas 5.2% en relación al cierre anual del 2014, con lo cual llego a representar el 14.5% del activos totales.

Estructura de Financiamiento

Los pasivos totales de la CORPORACIÓN EL ROSADO a octubre del 2015 fueron de US\$361.3 millones, que evidencian un decrecimiento del 1.9% en relación al cierre auditado del 2014 (US\$368.1 millones), donde el 75% son pasivos de pronta cobranza, entre los que sobre salen las cuentas por pagar a proveedores, rubro que creció en 18% en relación al 2014 mientras que los demás rubros decrecen. El 25% restante de los pasivos, son de largo plazo, donde las obligaciones financieras generadoras de pago de intereses son las de mayor peso relativo.

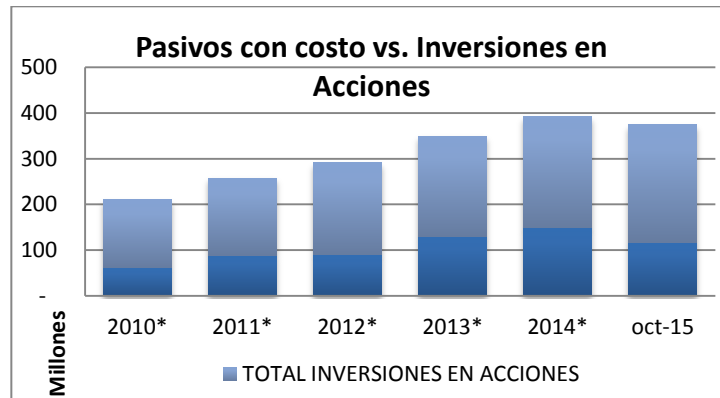
Las obligaciones generadoras de pago de intereses tanto de corto como de largo plazo, fueron de US\$117.4 millones a octubre de 2015, que frente a los US\$148.8 millones del 2014 evidencian una contracción del 21%, lo cual va de la mano con la menor actividad comercial mencionada y a su activa participación en el Mercado de Valores. El 19% de los pasivos con costo financian el monto total de activos y en un 73% corresponden a transacciones de largo plazo.

La otra fuente de financiamiento es el Patrimonio del Emisor, el cual cerró en US\$256.8 millones a octubre de 2015, es decir cerca del 5% más del cierre auditado del 2014, donde el 50% de dicho monto corresponde al capital social. Un 35% del agregado corresponde a las reservas y la diferencia, son rubros varios cuya participación relativa es menor al 9% cada una.

Lo mencionado evidencia una menor relación entre ambas fuentes de financiamiento, la cual paso de 0.61 veces en el 2014 a 0.46 veces al corte interno de octubre del 2015, y si consideramos la colocación total de la quinta emisión de obligaciones este indicador se ubicaría en 0.54 veces.

Dada la actividad comercial y la forma de financiamiento de la Entidad, los activos ajustados fueron de US\$374.2 millones, cerca del 5% menor a lo observado en el 2014, lo cual responde al descenso del capital de trabajo básicamente. A su vez, desagregando el capital de trabajo, se obtuvo que el mismo se reduce debido al crecimiento importante de las cuentas por pagar a proveedores y al descenso de las cuentas por cobrar comerciales durante el mismo corte de información, siendo la principal razón de ello, la coyuntura por la que atraviesa la economía. Se observa, por lo tanto, que El Emisor se está apalancado con capital propio en su gran mayoría como ha sido su costumbre.

En el siguiente gráfico se observa una importante participación del capital propio dentro de la estructura de financiamiento:



(*) Datos bajo NIIF

A pesar del déficit en el capital de trabajo comercial, la Entidad muestra en este corte de información (octubre del 2015) que sus activos corrientes cubren sus pasivos corrientes, con lo cual el giro del negocio del Emisor permite la disponibilidad de recursos para el pago de sus obligaciones.

Liquidez

Históricamente la liquidez de Corporación El Rosado, se ha mantenido igual o inferior a uno, es decir que el Emisor ha mostrado periodos en los que sus obligaciones corrientes son mayores que sus activos corrientes, a excepción de los periodos anuales 2010, 2011 y 2013 además del corte interno a octubre del 2015 que cerró en 1.0 veces.

4.1.2. Capacidad de Generación de Flujo y Cobertura

Al corte de octubre de 2015, Corporación El Rosado registró un índice de cobertura financiera de 4.4 veces, lo que evidencia la desaceleración que muestra la actividad comercial y con ello, la reducción de su capacidad para cubrir sus gastos financieros (esto, a pesar de que los gastos financieros se reducen en 14% durante el periodo). Cabe indicar que el emisor registra una importante reducción de su cobertura a partir del 2011, producto de los mayores gastos financieros generados (principal fuente de financiamiento: emisión de obligaciones) sin embargo, la coyuntura, al corte interno del 2015, evidencia una nueva reducción en relación a los datos históricos anuales. Si se consideran los datos anuales históricos promedios, la cobertura es de 9.2 veces y el tiempo estimado que necesitaría el Emisor para cubrir sus obligaciones financieras (al corte de octubre del 2015) sería de 3.88 años.

4.2. Posición de la Empresa en su industria

Los inicios de la actual CORPORACION EL ROSADO S.A. datan de 1936 cuando Alfredo Czarninski abrió una pequeña pastelería llamada "El Rosado" en la ciudad de Guayaquil, que evolucionó luego a un restaurante con el mismo nombre ubicado en 9 de Octubre entre García Avilés y Boyacá, frente al actual Mi Comisariato. El Sr. Czarninski compró luego un local frente al restaurante para instalar un almacén de variedades al que llamó "Importadora El Rosado"; meses después se cerró el restaurante, desarrollándose el negocio de venta de víveres y artículos varios, que evolucionó después a la modalidad de auto-servicio en lo que se denominó Supermercados "El Rosado".

La Compañía se constituyó formalmente el 16 de diciembre 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 el 2005, se amplió el objeto social para realizar actividades de telecomunicaciones y ensamblaje de vehículos; y en ese mismo año se aprobó el cambio de "El Rosado Cia. Ltda." a "El Rosado S.A." Para el año 2008 se resolvió cambiar la razón social a "Corporación El Rosado S.A."

A la presente fecha, Corporación El Rosado S.A. es uno de los grupos empresariales más importantes del Ecuador, desarrollando sus operaciones en actividades de diversos tipos: retail, whole sale, producción y entretenimiento. Posee cadenas de supermercados, hipermercados, jugueterías, tiendas por departamento,

home centers, salas de cine, restaurantes de comida rápida, restaurantes internacionales, tiendas de música y videos, estación de radio y centros comerciales distribuidos en las principales ciudades del país, los cuales se describen a continuación:

Retail

- Mi Comisariato: Es una de las dos cadenas de supermercados más importantes del país, con una importante cobertura geográfica y manteniendo una amplia variedad de productos nacionales e importados. Su slogan "Siempre de todo a menor precio, siempre" es un indicativo de la estrategia de negocios que utiliza.
- Mi Panadería: Planta Panificadora que surte los supermercados de la corporación.
- Mi Comisariato Jr.: Es un almacén "Junior" en donde los clientes encuentran los mismos precios y servicios que en Mi Comisariato, pero a menor escala.
- Mini: Es un nuevo concepto de almacenes de barrio creado para satisfacer las necesidades diarias de las familias de cada sector ofreciendo productos a menores precios.
- Ferrisariato: Es la cadena de Home Centers que ofrece una variedad de artículos y donde además se ofrece asesoría de expertos en cada área. Ferrisariato es franquiciatario y distribuidor exclusivo de Ace Hardware, además posee marcas propias como Tekno, Briko y Ferrisariato.
- Mi Juguetería: Esta cadena cuenta con variadas marcas de juguetes, ejecutando además la distribución de importantes marcas y líneas internacionales de juguetes en el mercado local.
- Rio Store: Cadena de tiendas departamentales que cuenta con secciones de ropa, calzado, perfumería, cosméticos y hogar. Comercializa marcas propias como Oggi y Marina Burani.
- Hipermarket: En un área de hasta 22,000 m², para facilidad del cliente donde se reúne en un mismo lugar la oferta comercial de Mi Comisariato, Ferrisariato, Río Store y Mi Juguetería.

División Entretenimiento

- Metrópolis: Tienda de Entretenimiento especializada en música, películas, equipos de audio y video. Es distribuidor oficial de Bose para el Ecuador y distribuidor autorizado de Apple. Corporación El Rosado es el distribuidor autorizado en el Ecuador de las películas de cine de Warner Bros, New Line Cinema y Walt Disney Studios. Desarrolla planes de lanzamiento y actividades promocionales para apoyar sus estrenos.
- Radio Disney: La Corporación es licenciataria de Radio Disney en el país. Además es el representante comercial de Walt Disney Company a través de Walt Disney Records, Home Entertainment, Disney Electronics y Disney Media.

El crecimiento de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. se observa en el crecimiento de sus locales en la ciudad de Guayaquil, Quito y Daule. A Octubre de 2015 cuenta con 95 establecimientos (2014: 88; 2013: 122; 2012: 116) en 19 ciudades del país: 51 en la ciudad de Guayaquil (Mi Comisariatos, Hipermarkets, Ferrisariatos, Supercines y otros establecimientos de su división entretenimiento), 12 en la ciudad de Quito, 5 en Manta, 1 en Portoviejo, 2 en Machala, 4 en Samborondón, 1 en La Libertad, 1 en Milagro, 3 en Rumiñahui, 1 en Santo Domingo, 1 en Salinas, 1 en Quevedo, 1 en Riobamba, 1 en Babahoyo, 2 en Daule, 5 en Durán, 1 en Playas, 1 en Sucre y 1 en Santa Elena. El número de locales alrededor del país evidencia la importante participación que tiene CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., particularmente en la región Costa del país. La variedad de establecimientos con las que cuenta se deriva de una importante demanda diversa y de un significativo número de clientes que se va ampliando a nuevas áreas geográficas.

Al corte interno de octubre del año 2015 los ingresos de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. provinieron principalmente de la división Supermercados, que aportó con 67.61% de las ventas totales, seguida por la división de Ferretería con 19.56%, Vestimenta (Riostore) con 8.82%, Mi Juguetería con 3.33% y la diferencia se encuentra en las divisiones de entretenimiento, restaurantes y las tiendas de audio y video.

Sus principales proveedores son compañías multinacionales y nacionales como: Nestle Ecuador S.A., Procesadora Nacional de Alimentos C.A., Unilever Andina Ecuador S.A., La Fabril S.A., Distribuidora Importadora Dipor S.A., Colgate Palmolive del Ecuador S.A., entre otros.

A su vez, CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. posee un diversificado portafolio de clientes, de los cuales, los principales son: Unilever Andina Ecuador S.A., The Tesalia Springs Company S.A., Mexichem Ecuador S.A., Negocios Industriales Real Nirsa S.A., Acerías Nacionales del Ecuador Sociedad Anónima S.A., Kimberly Clark Ecuador S.A., entre otros.

Entre sus políticas de ventas, se establece que otorgan cupos de créditos a los clientes y los plazos de pago varían entre 30, 60 y hasta 90 días; no obstante, hay productos que tienen políticas definidas de pago como es el Naviplan cuyos pagos se realizan en cuatro meses. Toda evaluación de clientes para los créditos en Ferrisariato, Mi Comisariato, Naviplan o Madre Plan, deben tener la autorización de la Gerencia.

El posicionamiento de la Entidad además de la capacidad de producción se sustenta en las fortalezas de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., pues cuenta con procesos que cumplen con estándares de calidad, variedad e innovación de productos, y servicio al cliente.

Por los resultados obtenidos en el análisis de las variables, la calificadora evalúa a la posición de Corporación El Rosado S.A. como de NIVEL - 1, lo que indica que la empresa no muestra evidencias que su posición relativa dentro de su industria afecte su capacidad de pago.

4.3. Características de Administración y Propiedad

Estructura Accionarial

De acuerdo a la información proporcionada por CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.; el capital social se mantiene en US\$127,719,025, y está representado por 91,328,298 acciones ordinarias y nominativas y 36,390,727 acciones preferidas y nominativas de un valor nominal de US\$1 cada una. Han realizado varios aumentos de capital, siendo el último el aprobado en la Junta General de Accionistas celebrada el 28 de Noviembre de 2013, dicho incremento se aprobó por la Superintendencia de Compañías el 24 de Diciembre de 2014. La participación accionarial está compuesta por:

<u>Accionista</u>	<u>Nacionalidad</u>	<u>Capital</u>	<u>Participación</u>
Johny Czarninski Baier	Ecuador	5,772,873	4.52%
Danny Czarninski Baier	Ecuador	5,772,873	4.52%
Vivian Czarninski Baier	Ecuador	4,471,117	3.50%
North Park Avenue Investment Co.	Estados Unidos	26,458,354	20.72%
Upper Hudson Investment Co. Ltda.	Estados Unidos	26,458,354	20.72%
Upper New York Investment Co.	Estados Unidos	26,458,354	20.72%
Fusgal Trading S.A.	Uruguay	32,327,100	25.31%

El Emisor indica que mantiene participación accionarial en Briko S.A., Constructora Abidi S.A., y Constructora Abacam S.A.

La administración de Corporación El Rosado S.A. tiene a su cargo 7,946 empleados distribuidos en dos áreas, la primera es Almacenes y Bodegas (7,323) y Oficinas.

Los principales ejecutivos de la compañía son:

<u>Nombre</u>	<u>Cargo</u>
Johny Jacobo Czarninski Baier	Presidente Ejecutivo
Danny David Czarninski Baier	Vicepresidente Ejecutivo
Yael Czarninski Shefi	Vicepresidente
Gad Czarninski Shefi	Vicepresidente

En general, el Emisor no ha informado a la calificadora cambios en la estructura organizacional, en procesos internos, ni en la plataforma tecnológica, la presencia de eventos negativos internos o externos que puedan afectar en el corto o mediano plazo la reputación comercial o financiera de la Empresa.

Por lo expuesto Corporación El Rosado S.A. cuenta con fortalezas ante sus competidores internos, lo cual permite clasificarla en CLASE - 1, lo que indica que la empresa no muestra evidencias que su administración o características de su propiedad afecten su capacidad de pago.

4.4. Asignación de la Calificación Preliminar

Considerando que los factores mencionados no difieren en más de una posición con respecto a su rango máximo, manteniendo la Categoría Básica Proyectada, la Calificadora de Riesgo propone al Comité de Calificación para la Primera, Segunda, Tercera, Cuarta y Quinta Emisión de Obligaciones de **Corporación El Rosado S.A.** la Calificación Preliminar de “AAA-”.

5. Calificación Final

5.1 Garantía y Resguardos

La Primera, Segunda, Tercera, Cuarta y Quinta emisión de obligaciones fueron estructuradas con Garantía General acorde a los términos señalados en la normativa legal vigente, esto es en los términos señalados en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores, (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus Reglamentos, la cual establece que el valor de los activos libres de gravamen menos las deducciones descritas en el Art. 13 de la Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, sobre el saldo obtenido se calcula el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir. *Basados en el Certificado de Activos Libres de Gravamen proporcionado por Corporación El Rosado S.A., a octubre de 2015, cumpliría con la garantía general establecida en la LMV; cabe destacar que el Emisor menciona que no poseen activos gravados, sin embargo se deducen los activos diferidos, en litigio e impugnaciones tributarias.*

Así también, la estructura de las emisiones de obligaciones vigentes incluyen los resguardos vigentes previstos en el Art. 11, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, los cuales fueron reformados y publicados en el Registro Oficial N° 85 del 14 de Noviembre de 2013, por lo cual Corporación El Rosado S.A. deberá:

1. a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, b) Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras estén en mora las obligaciones; y,
3. Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, de acuerdo a lo indicado en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I del Título III de la codificación del Consejo Nacional de Valores, indicado en el párrafo anterior.

Respecto a estos resguardos es importante indicar, en su orden: a) La Compañía Corporación El Rosado S.A. a octubre de 2015 mantuvo un índice de liquidez igual a la unidad; b) De la relación activos reales versus pasivos se obtuvo que la Entidad de acuerdo a sus cifras al corte de octubre de 2015 se encuentra dentro del límite establecido. Paralelamente, la Entidad no se encuentra en mora y finalmente, como se expresó en el primer párrafo de esta sección, la Calificadora constató que la Empresa se encuentra dentro de lo establecido en cuanto a los Activos Libres de Gravamen

Las consideraciones efectuadas sobre la calidad de los activos que respaldan las emisiones de obligaciones vigentes y su capacidad de ser liquidados a la que hace referencia el numeral 1.8 y 1.9 del Art. 18, Subsección IV, Sección IV Calificación de riesgo, Capítulo III, Subtítulo IV de la Codificación de Resoluciones, se han realizado conforme a información proporcionada por CORPORACIÓN EL ROSADO S.A., entre éstas los Estados Financieros Auditados por la firma Price WaterHouse Coopers del Ecuador Cía. Ltda. con número de Registro RNAE 21730 - y se exponen a continuación:

- Los activos totales de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. al corte de Octubre de 2015 ascendieron a US\$618.14 millones, de los cuales el mismo Emisor certifica que no existen activos gravados. Sobre el activo total mencionado podemos informar que:
 - US\$1.3 millones corresponden a activos de alta liquidez (Caja y Bancos, en entidades financieras con calificaciones que van en la categoría de riesgo desde la AA a la AAA).
 - US\$3.3 millones son Cuentas por Cobrar que comprende a los clientes menos la provisión.
 - US\$2.4 millones son Otras Cuentas por Cobrar de corto plazo
 - US\$142.0 millones corresponden a Inventario, principalmente de la línea supermercados.
 - US\$111.4 millones corresponden a Cuentas por Cobrar a Compañías Relacionadas de corto plazo y US\$210.2 millones Cuentas por Cobrar a a Compañías Relacionadas de Largo plazo.
 - US\$89.4 millones corresponde a propiedad, planta y Equipo, incluye depreciación.

Dada la información mencionada, los miembros del Comité de Calificación consideraron que tanto las garantías como los resguardos de Ley, de los títulos valores objeto de calificación, se presentan conforme los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Elementos adicionales

CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. se compromete además mantener como política de endeudamiento durante el tiempo de vigencia de la emisión un nivel de endeudamiento con costo equivalente hasta 1 vez su patrimonio. A Octubre de 2015, este ratio fue de 0.54 veces, considerando el monto total de la quinta emisión de obligaciones, por lo que CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. cumple con el mismo.

Parte de los criterios de calificación de riesgo relacionados con el análisis del Emisor y del Garante incorporado en el Art. 9 del Capítulo I, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, informamos que el saldo de la primera, segunda, tercera, cuarta y quinta, emisión de obligaciones de Corporación El Rosado S.A. representa el 31% del patrimonio total de la Compañía, a octubre de 2015, de tal forma que se encontraría dentro del límite establecido en el artículo mencionado (No se superior al 200% de su patrimonio).

5.2 Calificación Final

A pesar de la coyuntura, el posicionamiento que mantiene la Empresa en su segmento comercial de cadenas de auto servicio a nivel nacional, se refleja en su capacidad de generación de efectivo libre con la cual logra cubrir con amplia holgura, los egresos correspondientes a los pasivos con costo que componen su estructura de capital. Con lo mencionado y el análisis de factores de riesgo tanto de orden cuantitativo como cualitativos, el Comité de Calificación se pronuncia por mantener a la Primera, Segunda, Tercera y Cuarta Emisión de Obligaciones de **CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. en la calificación de riesgo de "AAA"** y la Quinta Emisión de Obligaciones en la categoría de riesgo "AAA-".

4. Hechos Posteriores

Entre el 31 de Octubre de 2015 y la fecha de emisión del presente informe de calificación de riesgo, la Calificadora de Riesgos no ha sido informada de eventos que en opinión de la Administración de la Compañía, pudieran tener un efecto significativo sobre la calificación de riesgo.

Declaración de Independencia

Dando cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores, a nombre de la Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana S. A., y en mi condición de representante legal de la empresa, declaro bajo juramento que ni la calificadora de riesgo, ni sus administradores, miembros del Comité de Calificación, empleados en el ámbito profesional, ni los accionistas, se encuentran incurso en ninguna de las causales previstas en los literales del mencionado artículo.

Además, cabe destacar que la calificación otorgada por la Calificadora a la Primera, Segunda, Tercera, Cuarta y Quinta Emisión de Obligaciones de CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.



Ing. Pilar Panchana Ch.
Gerente General
Diciembre de 2015

INDICE

PRESENCIA BURSATIL	1
FUNDAMENTACIÓN	2
1. Calificación de la Información	3
2. Análisis de la Capacidad de Pago Histórica	3
2.1. Análisis de la Solvencia Histórica del Emisor	3
2.2. Evaluación de los Riesgos de la Industria	4
2.3. Asignación de la Categoría Básica de Riesgo	9
3. Análisis de la Capacidad de Pago Proyectada	9
3.1. Análisis de la Solvencia Proyectada del Emisor	9
3.2. Análisis de Sensibilidad	10
3.3. Categoría Básica Proyectada de Riesgo	11
4. Análisis de la Calificación Preliminar	11
4.1. Indicadores Adicionales de la Situación Financiera del Emisor	11
4.1.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia	11
4.1.1. Estructura Financiera y Endeudamiento Patrimonial	12
Estructura de Activos	12
Estructura de Financiamiento	13
Liquidez	14
4.1.2. Capacidad de Generación de Flujo y Cobertura	14
4.2. Posición de la Empresa en su industria	14
4.3. Características de Administración y Propiedad	16
4.4. Asignación de la Calificación Preliminar	17
5. Calificación Final	17
5.1. Garantía y Resguardos	17
5.2. Calificación Final	18
4. Hechos Posteriores	18
Declaración de Independencia	18

SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRL S.A.						Fecha:	dic/2015
CORPORACION EL ROSADO S.A.							
En dólares							
	NIIF						
	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	oct-15	
RESULTADOS, RENTABILIDAD Y EFICIENCIA							
Ingresos	741.291.364	827.418.401	934.690.147	1.016.157.348	1.048.486.776	792.334.424	
Costo de Ventas	-562.982.735	-618.706.490	-706.327.099	-761.803.701	-792.860.147	-617.408.413	
Utilidad Bruta	178.308.629	208.711.911	228.363.048	254.353.647	255.626.629	174.926.011	
Gastos Administrativos y Generales	-144.853.129	-174.519.114	-194.019.823	-214.945.564	-233.121.979	-175.896.930	
Gastos de Venta	-	-	-	-	-	-	
Utilidad Operativa	33.455.500	34.192.797	34.343.225	39.408.083	22.504.650	-970.918	
Otros Ingresos Operacionales	10.346.485	11.724.095	13.964.497	8.446.443	4.863.963	6.308.704	
Utilidad Operativa'	43.801.985	45.916.892	48.307.722	47.854.526	27.368.613	5.337.786	
Gastos Financieros	-2.723.102	-6.249.017	-7.234.583	-9.978.357	-11.706.878	-10.009.416	
Otros Ingresos (Egresos) Netos	7.389.245	11.257.332	12.151.614	13.181.884	23.356.805	29.327.785	
Utilidad Antes de Pago Impuestos y Particip.	48.468.128	50.925.207	53.224.753	51.058.053	39.018.540	24.656.155	
Participación Empleados	-6.840.654	-7.386.255	-7.983.713	-7.658.708	-5.852.781	-	
Impuesto a la Renta	-8.921.979	-10.382.028	-10.546.470	-9.593.681	-7.582.470	-	
Utilidad Neta	32.705.495	33.156.924	34.694.570	33.805.664	25.583.289	24.656.155	
EBITDA	52.680.019	56.746.026	60.015.479	62.295.024	43.627.502	21.270.776	
% de variación nominal Ingresos	8,7%	11,6%	13,0%	8,7%	3,2%	-9,3%	
% de variación real Ingresos	5,2%	5,9%	8,5%	5,9%	-0,5%	-12,1%	
COGS	0,0%	9,9%	14,2%	7,9%	4,1%	-6,6%	
COGS/Ventas	75,9%	74,8%	75,6%	75,0%	75,6%	77,9%	
Margen Bruto	24,1%	25,2%	24,4%	25,0%	24,4%	22,1%	
Gastos Administrativos y Generales / Ventas	19,5%	21,1%	20,8%	21,2%	22,2%	22,2%	
Gastos de Venta / Ventas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Gasto Operativos / Ventas	19,5%	21,1%	20,8%	21,2%	22,2%	22,2%	
Margen Operativo	4,5%	4,1%	3,7%	3,9%	2,1%	-0,1%	
Otros Ingresos Operacionales	1,4%	1,4%	1,5%	0,8%	0,5%	0,8%	
Margen Operativo'	5,9%	5,5%	5,2%	4,7%	2,6%	0,7%	
Otros Ingresos (Egresos) Netos/ Ventas	1,0%	1,4%	1,3%	1,3%	2,2%	3,7%	
Margen Neto	4,4%	4,0%	3,7%	3,3%	2,4%	3,1%	
Margen EBITDA	7,1%	6,9%	6,4%	6,1%	4,2%	2,7%	
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	21,9%	20,9%	18,8%	16,1%	11,0%	9,8%	
Retorno sobre Activo Promedio Ajustados (ROA) Anu:	11,5%	11,4%	11,4%	10,4%	7,5%	7,7%	

SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRL S.A.						Fecha:	dic/2015
CORPORACION EL ROSADO S.A.							
En dólares							
NIIF							
	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	oct-15	
ESTRUCTURA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL							
Caja y Equivalentes de Caja	47.199.998	44.966.334	49.213.362	41.648.494	35.644.479	1.337.310	
Deudores	10.043.161	10.039.549	9.306.140	10.327.873	7.560.698	3.266.172	
Existencias	95.279.828	102.398.541	106.500.684	124.003.939	142.357.578	142.011.195	
Activo Fijo	47.407.675	59.718.319	75.531.226	82.570.459	84.978.529	89.388.421	
Otros Activos Corrientes	31.385.103	41.202.903	41.216.322	78.229.444	74.069.091	122.176.261	
Otros Activos No Corrientes	106.764.400	158.441.094	189.484.310	215.361.496	268.092.643	259.958.171	
ACTIVOS TOTALES	338.080.165	416.766.740	471.252.044	552.141.705	612.703.018	618.137.530	
Pasivo Financiero C/P	33.468.856	36.450.795	33.362.728	49.597.715	51.141.391	31.152.031	
Pasivo Financiero L/P (incluye Porción Corriente)	28.724.131	53.086.083	57.399.067	80.598.876	97.667.300	86.250.052	
Pasivos con Proveedores	84.577.501	101.964.372	116.773.980	134.533.508	151.903.862	179.329.459	
Otros Pasivos Corrientes	32.548.537	44.304.641	49.792.176	53.001.722	50.473.764	47.452.259	
Otros Pasivos No Corrientes	10.340.763	12.380.828	12.533.588	14.823.272	16.941.680	17.109.929	
PASIVOS TOTALES	189.659.788	248.186.719	269.861.539	332.555.093	368.127.997	361.293.729	
PATRIMONIO	148.420.377	168.580.021	201.393.505	219.586.612	244.575.022	256.843.801	
Capital de trabajo comercial	20.745.488	10.473.718	-967.156	-201.696	-1.985.586	-34.052.092	
Capital de trabajo	66.782.052	52.338.314	39.670.352	66.674.520	57.254.220	42.009.220	
Activo Fijo	47.407.675	59.718.319	75.531.226	82.570.459	84.978.529	89.388.421	
Otros Activos menos Pasivos no corrientes	96.423.637	146.060.266	176.950.722	200.538.224	251.150.963	242.848.242	
ACTIVOS AJUSTADOS TOTALES	210.613.364	258.116.899	292.152.300	349.783.203	393.383.712	374.245.883	
Deuda Bancaria C.P.	33.468.856	36.450.795	33.362.728	49.597.715	51.141.391	31.152.031	
Obligaciones Financieras L.P. (Incluye Porción Corrier	28.724.131	53.086.083	57.399.067	80.598.876	97.667.300	86.250.052	
TOTAL PASIVOS CON COSTO	62.192.987	89.536.878	90.761.795	130.196.591	148.808.691	117.402.083	
TOTAL INVERSIONES EN ACCIONES	148.420.377	168.580.021	201.393.505	219.586.612	244.575.022	256.843.801	
TOTAL CAPITAL INVERTIDO	210.613.364	258.116.899	292.155.300	349.783.203	393.383.713	374.245.883	
Deuda Financiera / Capital invertido	29,5%	34,7%	31,1%	37,2%	37,8%	31,4%	
Inversiones en acciones / Capital invertido	70,5%	65,3%	68,9%	62,8%	62,2%	68,6%	
Deuda Financiera / Patrimonio	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	
Deuda Financiera / EBITDA	1,2	1,6	1,5	2,1	3,4	5,5	
Pasivos C.P./Deuda Financiera	53,8%	40,7%	36,8%	38,1%	34,4%	26,5%	
Pasivos L.P./Deuda Financiera	46,2%	59,3%	63,2%	61,9%	65,6%	73,5%	
Deuda Financiera / Activos	18,4%	21,5%	19,3%	23,6%	24,3%	19,0%	
Deuda Financiera / Activos Ajustados	29,5%	34,7%	31,1%	37,2%	37,8%	31,4%	
Capital de trabajo comercial / Ventas	0,0	0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	
Ventas / Activos Ajustados	3,5	3,2	3,2	2,9	2,7	2,1	
Ratio de liquidez	1,2	1,0	0,9	1,0	0,9	1,0	
CxC días	5	4	4	4	3	1	
Inv. Días	62	60	55	59	66	69	
CxP días	55	60	60	64	70	87	
Ciclo de efectivo (días)	12	5	-2	-1	-2	-17	

ANEXO (3/4)

SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRL S.A.						Fecha:	dic/2015
CORPORACION EL ROSADO S.A.							
En dólares							

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA HISTÓRICA						
	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	oct-15
Flujo Depurado Ajustado	67.225.224	70.455.714	71.968.735	74.335.696	62.728.374	44.338.327
Activos Promedio Ajustados	284.432.310	291.027.822	305.303.881	324.736.210	341.182.615	321.210.670
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	23,63%	24,21%	23,57%	22,89%	18,39%	16,56%
Deuda Financiera						139.348.227
Gastos Financieros						6.098.439
Flujo Depurado Ajustado						56.131.205
Cobertura Financiera Histórica						9
D.P.D.						3,88

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA					
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Flujo Depurado Proyectado	53.373.982	52.320.322	51.451.762	50.750.226	50.117.384
Activos Promedio	658.163.141	683.190.740	717.550.007	752.578.471	784.606.752
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	8,11%	7,66%	7,17%	6,74%	6,39%
Deuda Financiera Proyectada	142.244.789	149.451.738	156.981.432	164.650.522	171.735.571
Cobertura Financiera Proyectada	8,59				
D.P.D. Proyectado	4,19				

SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRL S.A.						Fecha:	dic/2015
CORPORACION EL ROSADO S.A.							
En dólares							
ESCENARIO PROYECTADO 1							
CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA							
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5		
Flujo Depurado Proyectado	47.578.157	46.109.825	44.989.216	44.049.829	43.206.597		
Activos Promedio	654.898.309	676.549.740	706.282.666	736.523.161	784.606.752		
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	7,26%	6,82%	6,37%	5,98%	5,51%		
Deuda Financiera Proyectada	141.771.947	148.004.546	154.520.268	161.142.115	167.145.986		
Cobertura Financiera Proyectada	7,28						
D.P.D. Proyectado	4,77						
ESCENARIO PROYECTADO 2							
CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA							
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5		
Flujo Depurado Proyectado	41.908.830	40.060.212	38.603.458	37.401.573	36.381.077		
Activos Promedio	651.693.341	670.047.757	695.206.992	720.654.019	742.802.864		
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	6,43%	5,98%	5,55%	5,19%	4,90%		
Deuda Financiera Proyectada	141.305.550	146.588.505	152.104.023	157.674.510	162.595.006		
Cobertura Financiera Proyectada	6,11						
D.P.D. Proyectado	5,52						