

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 005/2019, del 30 de enero de 2019
Información Financiera cortada al 30 de noviembre de 2018

Analista: Ing. Galo Pérez
galo.perez@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. es líder ecuatoriano en la elaboración y comercialización de harinas panaderas, galleteras y de pastificio ya que utiliza trigo de alta calidad y alto valor proteico lo que hace que la harina sea una de las mejores del Ecuador. Posee tecnología de vanguardia que garantiza procesos y prácticas de manufactura que dan como resultado productos con los más altos estándares de calidad para beneficio de los mercados donde se desenvuelven. Cuenta con un portafolio de marcas altamente competitivo tanto de pastas como de galletas.

Revisión

Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2015-794, emitida el 17 de abril de 2015

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 005/2019, del 30 de enero de 2019, decidió otorgar la calificación de **“AAA-” (Triple A menos)** a la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. por un monto de diez millones de dólares (USD 10.000.000,00).

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 de seis meses si la calificadora decide revisarla en menor tiempo.

La calificación otorgada a la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. es un conglomerado especializado en la producción y comercialización de productos derivados del trigo. Cuenta con más de 40 años en el mercado, su capital es 100% ecuatoriano, genera más de 1500 puestos de trabajo, lo que contribuye de manera decisiva al desarrollo del Ecuador y la región.
- CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. ha ido tecnificando su producción de manera constante durante los últimos años.

- En cuanto a las principales líneas de productos, CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. ofrece diversas líneas de negocios; entre las más relevantes se encuentra harinas, galletas y pastas.
- Los ingresos de CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. presentaron una tendencia creciente en el periodo analizado (2014-2017) desde USD 110,42 millones en 2014 hasta USD 128,35 en 2017, resultados que demuestran una adecuada gestión por parte de la administración, pues a pesar de la coyuntura económica que atravesó el país en esos periodos, los ingresos se mantuvieron al alza. Para noviembre de 2018, los ingresos crecieron en un 6,85% (USD 125,62 millones), frente a lo reportado en noviembre de 2017 (USD 117,57 millones), producto de las estrategias implementadas por la compañía para mejorar sus resultados.
- Los ingresos alcanzados por CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A., cubrieron de forma adecuada los costos y gastos derivados por el giro del negocio, lo que generó una utilidad operacional positiva en todos los periodos analizados, no obstante, ésta fue variable, pues luego de haberse ubicado en 7,15% de los ingresos en 2015, bajó a 4,93% en 2016 y 10,53% en diciembre de 2017, determinando que este último comportamiento obedece a menores costos de venta, principalmente por un menor costo del precio internacional del trigo y al cambio en la política interna mediante la cual el importador directo de trigo pasa a ser Corporación Superior. Para noviembre de 2018, la utilidad operacional se ubicó en 17,76% sobre los ingresos, porcentaje superior al registrado en noviembre de 2017 (11,30% de los ingresos), gracias a la reducción del precio internacional del trigo y de la importación de trigo mediante compras de futuros.
- Después de descontar los gastos financieros, otros ingresos, egresos y el impuesto a la renta, la compañía obtuvo una utilidad neta ligeramente variable, que pasó de representar el 3,49% de los ingresos en 2014 a 5,14% de los ingresos en 2015, 3,68% de los ingresos al cierre de 2016 y 8,10% de los ingresos en el 2017. Para noviembre de 2018, se evidencia que, gracias al incremento de los ingresos y un adecuado manejo de sus costos y gastos, la compañía generó una utilidad neta de USD 22,67 millones (18,04% de los ingresos), rubro que creció de manera importante frente a lo arrojado en su similar periodo de 2017 (USD 10,20 millones representando 8,68% de las ventas).
- Para diciembre de 2017, el EBITDA (acumulado) representó el 10,98% de los ingresos, porcentaje superior a lo reportado en su similar de 2016, cuando significó el 5,41% de los ingresos, lo que obedece a una mejora en sus ventas, así como de un mejor control en sus gastos. Para noviembre de 2018 el EBITDA (acumulado) representó el 18,53% de los ingresos, evidenciando un importante aumento con respecto de noviembre 2017 (11,75% de las ventas) lo que obedece a la substancial recuperación de su margen operacional. Estos resultados evidenciaron la capacidad de generación de recursos propios de la empresa, la misma que le permite cubrir sus necesidades y cumplir con sus obligaciones de manera adecuada, lo cual se ratifica con la holgada cobertura del EBITDA (acumulado) sobre los gastos financieros
- Los activos totales mostraron una tendencia creciente desde USD 42,98 millones en 2014 hasta USD 83,80 millones en 2017 y USD 104,42 millones en noviembre de 2018, producto del incremento de la actividad comercial de la compañía, en donde las cuentas más influyentes fueron las cuentas por cobrar de corto, cuentas por cobrar a relacionadas y efectivo y sus equivalentes de efectivo.
- Los pasivos totales de la empresa hasta el año 2015 se presentaron decrecientes, pues pasaron de financiar el 68,93% de los activos en 2014 a 55,75% de los activos en 2015; mientras que en el 2016 su participación se incrementó 61,16%, debido al aumento presentado en sus cuentas por pagar a relacionadas. Al 31 de diciembre de 2017 su participación disminuye nuevamente a 57,34% de los activos, producto de la amortización de la deuda con costo. Para noviembre de 2018, los pasivos redujeron su financiamiento sobre los activos a 47,10% con respecto a diciembre de 2017, debido al decremento de su deuda con costo.
- El patrimonio, luego de haber fondeado el 31,07% de los activos en 2014 pasó a 42,66% en 2017 y un 52,90% en noviembre de 2018, comportamiento que obedece al registro de mayores resultados acumulados, mismos que fondearon el 27,33% de los activos en diciembre de 2017 y el 28,84% en noviembre de 2018.
- Al referirnos al capital social, se debe indicar que este se mantuvo sin ninguna variación durante el año 2014 hasta noviembre de 2018 (USD 1,51 millones), no obstante, su financiamiento sobre los activos fue decreciente, pues luego de haber fondeado el 3,51% de los activos en el año 2014 pasó a 1,45% en noviembre de 2018, lo que determina que los accionistas en el corto plazo deberían considerar inyectar recursos frescos, dado la creciente actividad de la compañía.
- Lo anterior deriva en un apalancamiento descendente (pasivo total sobre patrimonio), en donde se privilegia el financiamiento de activos con recursos de terceros, es así que éste pasó de 2,22 veces en 2014 a 1,34 veces en 2017 y 0,89 veces en noviembre de 2018.

- A lo largo del periodo analizado la compañía cuenta con indicadores de liquidez superiores a la unidad, los mismos que muestran una posición apropiada para el giro del negocio, es así que a diciembre de 2017 la razón circulante se ubicó en 1,62 veces y 1,99 veces en noviembre de 2018. Lo mencionado anteriormente demuestra que los activos corrientes superan los pasivos de corto plazo.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas de CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A., celebrada el 06 de noviembre de 2014, resolvió por unanimidad aprobar y autorizar el proceso de Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. por un monto de hasta USD 10'000.000,00.
- Posteriormente, con fecha 08 de diciembre de 2014, CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. como emisor, conjuntamente con OBLIREP S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo.
- Hasta el 30 de noviembre de 2018, el Agente Pagador canceló 14 dividendos de intereses y 7 de capital, determinando un saldo de capital por pagar a los inversionistas de USD 3,00 millones.
- La Emisión de Obligaciones de Largo Plazo 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.
 - ❖ Al 30 de noviembre de 2018, la compañía cumplió con los resguardos listados anteriormente.
- Adicionalmente CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. establece compromisos adicionales:
- Mantener los siguientes índices financieros mientras esté vigente la emisión de largo plazo:
 - ✓ Limitar la distribución de dividendos al 25% de la utilidad neta del ejercicio inmediato superior. Los resultados acumulados a la fecha de la firma del Acta que apruebe la emisión se mantendrán en reservas facultativas hasta el pago total de la emisión.
 - ✓ Mantener una relación Deuda Financiera (Bancos + Mercado de Valores)/ EBITDA inferior a 2,5 veces.
 - ✓ Mantener cuentas por cobrar con compañías relacionadas únicamente para el giro del negocio.
 - ❖ Al 30 de noviembre de 2018 la compañía cumplió con todo lo listado anteriormente.
- Al 30 de noviembre de 2018, CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A., registró un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 98,37 millones, siendo el 80% de los mismos la suma de USD 78,70 millones. Dicho valor genera una cobertura de 26,23 veces sobre el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, determinando de esta manera que dicha emisión, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.
- 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. Es así que, de acuerdo al periodo transcurrido y que se incluye dentro del horizonte de proyección, se observa que los resultados se dieron en la mayoría de casos de acuerdo a dichas proyecciones.

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 previsible en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- El surgimiento de nuevos competidores, con productos sustitutos o complementarios en el mercado local podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo.
- Ante la probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, el nivel de ingresos de los clientes de la compañía podría verse reducido y con ello tanto su poder adquisitivo, así como la capacidad de pago de las deudas adquiridas hasta ese entonces con CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A.
- Emisión de nuevas regulaciones o restricciones que se relacionen con la importación de los productos que utiliza la compañía para su operación, podría afectar sus costos, cuyo efecto en el mejor de los casos sería trasladado al precio de venta de sus productos, no obstante, esto podría afectar a sus ingresos y generar una posible disminución en la rentabilidad de la compañía, en el caso de que lo primero no fuera posible.
- Cambios en las tendencias de consumo de la gente, es decir preferencias por productos con mayor aporte nutricional al que oferta al emisor, o a su vez que estos productos sean preparados de una manera más amigable con el medio ambiente, con lo cual podría verse afectado ciertas áreas de producción de la compañía, lo que ocasionaría una posible disminución de sus ingresos.
- Demoras en la desaduanización de los productos importados podría generar desabastecimiento en los inventarios y retrasos en la producción.

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 previsible 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:

Primero se debe indicar que para el presente proceso los activos que respaldan la emisión son Cuentas por Cobrar no relacionadas libres de gravamen por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Un riesgo que podría mermar la calidad de las Cuentas por Cobrar no relacionadas que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir sus compromisos adquiridos con la compañía.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las Cuentas por Cobrar no relacionadas, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Finalmente, al referirnos a las Cuentas por Cobrar no relacionadas que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las Cuentas por Cobrar no relacionadas.

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 30 de noviembre de 2018, la empresa registra en cuentas por cobrar a relacionadas un monto por USD 14,96 millones, 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 SUPERIOR CORSUPERIOR 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 inicial de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A, es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo.
- Acta de la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas de CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A., del 06 de noviembre de 2014.
- Contrato del Representación de los Obligacionistas.
- Declaración Juramentada de los Activos que respaldan la emisión.
- Estados de Situación Financiera auditados desde el año 2014 hasta el año 2017 de CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A., y Estados de Situación Financiera internos no auditados al 30 de noviembre de 2017 y 30 de noviembre de 2018.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del 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 de riesgos previsibles de la calidad de activos que respalda 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 INTERNATIONAL 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 SUPERIOR CORSUPERIOR 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 vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Quito, con fecha 06 de noviembre de 2014, se reunió la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas de CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A., la misma que estuvo conformada por el 100% de sus accionistas y que resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por un monto de hasta USD 10,00 millones.

Posteriormente, con fecha 08 de diciembre de 2014, ante la Notario Décimo del Cantón Quito, CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. como emisor, conjuntamente con OBLIREP S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Emisión de Obligaciones.

A continuación se exponen las principales características y condiciones de la emisión:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO –CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A.					
Emisor	CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A.				
Capital a Emitir	USD 10'000.000,00				
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América				
Títulos de las obligaciones	Los valores se emitirán de manera Desmaterializada. El valor nominal mínimo será de USD 1.000,00.				
Redención, Sorteos y Rescates Anticipados	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante sorteos o cualquier otro mecanismo que garantice el trato equitativo a los inversionistas, previo resolución unánime de los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el artículo ciento sesenta y ocho (168) de la Ley de Mercado de Valores.				
Underwriting	Se suscribió un contrato de Underwriting con SU CASA DE VALORES SUCAVAL				
Tipo de Oferta	Pública				
Clase, Monto, Plazo, Tasa	Clase	Monto	Plazo	Tasa	
	A	USD 10.000.000,00	1.800 días	8,25% fija anual	
Estructurador y Agente Colocador	SU CASA DE VALORES SUCAVAL S.A.				
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 Ley de Mercado de Valores.				
Amortización Capital	Cada ciento ochenta (180) días.				
Pago de Intereses	Cada noventa (90) días.				
Destino de los recursos	El 50% (USD 5,00 millones) se destinara a sustitución de pasivos bancarios; y, la diferencia, (USD 5,00 millones) en compra y adquisición de trigo				
Fecha de la Emisión	Sera la fecha en la que se realice la primera colocación de la emisión.				
Representante de Obligacionistas	OBLIREP S.A.				
Sistema de Colocación	Bursátil				
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	<p>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:</p> <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: 				

Compromisos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y ✓ 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. <ul style="list-style-type: none"> • Limitar la distribución de dividendos al 25% de la utilidad neta del ejercicio inmediato anterior. Los resultados acumulados a la fecha de la firma del Acta que apruebe la emisión se mantendrán en reservas facultativas hasta el pago total de la emisión. • Mantener una relación Deuda Financiera (Bancos + Mercado de Valores) /EBITDA inferior a 2,5 veces. • Mantener cuentas por cobrar con compañías relacionadas únicamente para el giro del negocio.
--------------------------------	--

Fuente: Escritura de Emisión de Obligaciones / Elaboración: Class International Rating

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

CUADROS 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD) CLASE A

Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
14-may-15				10.000.000,00
14-ago-15		206.250,00	206.250,00	10.000.000,00
14-nov-15	1.000.000,00	206.250,00	1.206.250,00	9.000.000,00
14-feb-16		185.625,00	185.625,00	9.000.000,00
14-may-16	1.000.000,00	185.625,00	1.185.625,00	8.000.000,00
14-ago-16		165.000,00	165.000,00	8.000.000,00
14-nov-16	1.000.000,00	165.000,00	1.165.000,00	7.000.000,00
14-feb-17		144.375,00	144.375,00	7.000.000,00
14-may-17	1.000.000,00	144.375,00	1.144.375,00	6.000.000,00
14-ago-17		123.750,00	123.750,00	6.000.000,00
14-nov-17	1.000.000,00	123.750,00	1.123.750,00	5.000.000,00
14-feb-18		103.125,00	103.125,00	5.000.000,00
14-may-18	1.000.000,00	103.125,00	1.103.125,00	4.000.000,00
14-ago-18		82.500,00	82.500,00	4.000.000,00
14-nov-18	1.000.000,00	82.500,00	1.082.500,00	3.000.000,00
14-feb-19		61.875,00	61.875,00	3.000.000,00
14-may-19	1.000.000,00	61.875,00	1.061.875,00	2.000.000,00
14-ago-19		41.250,00	41.250,00	2.000.000,00
14-nov-19	1.000.000,00	41.250,00	1.041.250,00	1.000.000,00
14-feb-20		20.625,00	20.625,00	1.000.000,00
14-may-20	1.000.000,00	20.625,00	1.020.625,00	-
	10.000.000,00	2.268.750,00	12.268.750,00	

Fuente: Prospecto de oferta pública / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Primera Emisión de Obligaciones (30 de noviembre de 2018)

Con fecha 17 de abril de 2015, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 10,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.2015.794, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 23 de abril de 2015, determinando además que el plazo de vigencia de la oferta pública fue el 17 de enero de 2016.

Colocación de los Valores

SU CASA DE VALORES SUCAVAL S.A. con fecha 14 de mayo de 2015, inició la colocación de los valores de la Emisión de Obligaciones, colocando el mismo día el total de los USD 10,00 millones, valor que tiene una representación del 100% del total de la presente emisión (USD 10,00 millones).

Saldo de Capital

Hasta el 30 de noviembre de 2018, el Agente Pagador canceló 14 dividendos de intereses y 7 de capital, determinando un saldo de capital por pagar a los inversionistas de USD 3,00 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:
 - c. 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
 - d. 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.

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.

Compromisos Adicionales

- Limitar la distribución de dividendos al 25% de la utilidad neta del ejercicio inmediato superior. Los resultados acumulados a la fecha de la firma del Acta que apruebe la emisión se mantendrán en reservas facultativas hasta el pago total de la emisión.
- Mantener una relación Deuda Financiera (Bancos + Mercado de Valores)/ EBITDA inferior a 2,5 veces.
- Mantener cuentas por cobrar con compañías relacionadas únicamente para el giro del negocio.

EBITDA es igual Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortización y se anualizado para el semestre de junio de cada año)

La compañía se compromete durante la vigencia de la emisión a presentar ante el Representante de Obligacionistas un informe respecto al mantenimiento, de los índices financieros señalados. El indicador planteado en el punto tres (3) será revisado **semestralmente**. Para la base de la verificación se tomará los estados financieros semestrales correspondientes a **junio treinta y diciembre treinta y uno de cada año**.

El seguimiento a los índices financieros iniciará el primer semestre calendario una vez los títulos estén en circulación. Si la compañía llegare a incumplir uno o más de los índices señalados en un determinado semestre, tendrá como plazo el semestre siguiente para superar la deficiencia. Si la misma se mantiene, se considerará como incumplimiento de las obligaciones asumidas por el emisor, lo cual constituirá causal de aceleración de vencimientos si así lo determina la Asamblea de Obligacionistas.

- ❖ Al 30 de noviembre de 2018 la compañía cumplió con todo lo listado anteriormente. En el siguiente cuadro se pueden apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 3: RESGUARDOS

INDICADOR	Límite establecido	jun-18	semestre	nov-18	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez	Mayor o igual a 1	-	1,67	-	SI

Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	-	-	1,99	SI
Mantener una relación Deuda Financiera (Bancos + Mercado de Valores)/ EBITDA.	Inferior a 2,5 veces	0,36	-	-	SI

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR 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 abril, el promedio se calculará en semestres; para este análisis se calculará el semestre abril – septiembre y octubre - marzo.

CUADRO 4: CÁLCULO DEL INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ

AÑO	2018						PROMEDIO
	FORMULA	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	
Activo Corriente (miles USD)	70.776.218	68.159.173	70.597.565	74.049.346	76.189.143	77.026.982	1,67
Pasivo Corriente (miles USD)	46.455.204	42.433.090	42.370.569	43.576.646	42.930.884	43.726.986	
RAZON CORRIENTE	1,52	1,61	1,67	1,70	1,77	1,76	

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Emisión de Obligaciones de Largo Plazo está respaldada por una Garantía General otorgada por CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A., como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que al 30 de noviembre de 2018, CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. alcanzó un total de activos de USD 104,42 millones, de los cuales USD 101,30 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 5: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (NOVIEMBRE-2018)

Activos	Libres	%
Disponibles	39.729.733	39,22%
Exigibles	25.798.040	25,47%
Realizables	8.739.629	8,63%
Propiedad Planta y Equipo	10.468.807	10,33%
Otros activos	16.564.922	16,35%
TOTAL	101.301.130	100,00%

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR 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 30 de noviembre 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.

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.”

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 30 de noviembre de 2018, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 98,37 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 78,70 millones, cifra que genera una cobertura de 26,23 veces sobre el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, determinando de esta manera que dicha emisión se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (NOVIEMBRE 2018)

Descripción	USD
Total Activos	104.419.412
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos (USD)	-
(-) Activos Gravados (USD)	3.118.283
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ² (USD)	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD)	-
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan ³ (USD)	-
(-) Derechos Fiduciarios ⁴ (USD)	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵ (USD)	2.929.382
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	98.371.748
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	78.697.398
Capital Emisión Obligaciones a largo plazo	3.000.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	32,79
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	26,23

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 30 de noviembre 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 2,07 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 el valor emitido de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A., representa el 2,72% del 200% del patrimonio al 30 de noviembre de 2018, y el 5,43% de patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 7: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (NOVIEMBRE 2018)

Descripción	Miles USD
Patrimonio (USD)	55.235.776
200% del Patrimonio (USD)	110.471.553
Capital Emisión Obligaciones a largo plazo	3.000.000
Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio	2,72%
Valores emitidos y por emitir / Patrimonio	5,43%

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

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 vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias

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

Proyecciones del Emisor

Las proyecciones financieras, para el periodo comprendido entre el año 2015 y 2020, arrojan las cifras contenidas en el cuadro que se presenta a continuación y resume el estado de resultados integrales proyectados de la compañía; de acuerdo al cual, en el año 2020 CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. alcanzaría una utilidad neta igual a USD 5,20 millones.

CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES PROYECTADO (Miles USD)

Rubro	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas netas	120.360	129.387	139.091	149.523	160.737	172.792
Costo de ventas	97.554	104.871	112.736	121.191	130.281	140.052
Utilidad bruta (ebit)	22.806	24.516	26.355	28.332	30.456	32.741
Gastos administrativos y ventas	17.304	18.518	19.844	21.279	22.788	24.421
Depreciación y amortización	613	766	924	1.083	1.283	1.481
Utilidad operativa	4.889	5.233	5.587	5.970	6.386	6.838
Gastos financieros	863	781	589	401	227	77
Otros egresos	102	102	102	102	102	102
Utilidad antes de impuestos	3.924	4.350	4.895	5.467	6.057	6.660
Impuestos	863	957	1.077	1.203	1.332	1.465
Utilidad neta	3.061	3.393	3.818	4.264	4.724	5.195

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones consideran un crecimiento de las ventas del 9,00% para el año 2015, frente a lo registrado en diciembre de 2014, para los siguientes años contemplarían incrementos del 7,50% hasta el año 2020.

El costo de ventas representaría en todos los años proyectados (2015-2020) una participación del 81,05% de las ventas, valor superior a lo experimentado por la compañía en el 2014, lo que le permitiría generar un margen bruto estable, con una participación en los años proyectados del 18,95% de las ventas.

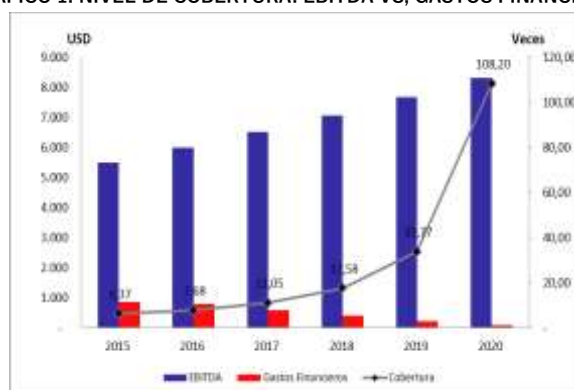
Los gastos operacionales por su parte, que incluyen los gastos administrativos, de ventas y depreciaciones, se han proyectado en un promedio de participación sobre las ventas del 14,94%, con lo cual se proyectaría (2015-2020) una utilidad operativa promedio del 4,01% de ingresos ordinarios.

Posteriormente, dentro del modelo financiero se observa el rubro correspondiente a gastos financieros, que se derivan de las obligaciones con costo que la compañía estima contraer, mismos que mantendrían una participación decreciente a partir del año 2015, pues pasarían de significar un 0,72% de las ventas en ese año a un 0,04% para el cierre de 2020.

Después de lo descrito y ante el cómputo del impuesto a la renta y otros egresos, la compañía generaría una utilidad neta proyectada que se incrementaría de USD 3,06 millones (2,54% de los ingresos ordinarios) en 2015 a USD 5,20 millones (3,01% de los ingresos ordinarios) en 2020.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros, que la compañía presentaría durante el periodo analizado. Por lo que de acuerdo al modelo analizado, la cobertura del EBITDA frente a los gastos financieros es positiva y pasaría de 6,37 veces en 2015 a 108,20 veces en 2020, demostrando que de acuerdo a las proyecciones el Emisor dispondría de fondos propios suficientes que superan los gastos financieros ampliamente, por lo que presentaría una capacidad de pago adecuada y con amplia holgura.

GRÁFICO 1: NIVEL DE COBERTURA: EBITDA VS, GASTOS FINANCIEROS



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El flujo de efectivo, se encuentra dividido por actividades, en su primera instancia considera los rubros relacionados con los movimientos que se originan por la normal operación de la compañía, donde principalmente se encuentran inmersos los inventarios y las cuentas por cobrar a clientes, rubros importantes para el desarrollo del negocio. Posteriormente se evidencian los movimientos generados por actividades de inversión y el de actividades de financiamiento, en donde se observa el ingreso por la colocación de los recursos obtenidos por la emisión de obligaciones a largo plazo y su correspondiente pago.

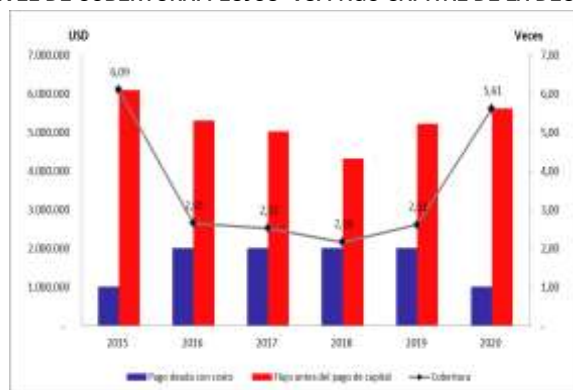
Lo anterior deriva en un flujo operacional proyectado positivo a lo largo de todo el periodo de proyección, y saldos finales de efectivo positivos en cada periodo, lo que indica la generación de recursos propios que tendrá la empresa, suficientes para atender sus necesidades y cumplir con sus compromisos en el futuro.

CUADRO 9: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2015	2016	2017	2018	2019	2020
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN						
Utilidad + cargos no monetarios	3.673.673	4.158.672	4.742.844	5.346.736	6.006.960	6.675.587
(Aumento) o disminución en ctas activo	(1.697.896)	(1.763.154)	(1.895.390)	(2.037.544)	(2.190.360)	(2.354.637)
Aumento ó (disminución) en ctas pasivo	1.087.411	996.504	1.071.242	1.151.585	1.237.954	1.330.801
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	3.063.188	3.392.023	3.918.696	4.460.777	5.054.554	5.651.751
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN						
Adquisición de propiedad, planta y equipo	(2.000.000)	(2.000.000)	(2.000.000)	(2.000.000)	(2.000.000)	(2.000.000)
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	(2.000.000)	(2.000.000)	(2.000.000)	(2.000.000)	(2.000.000)	(2.000.000)
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO						
Obligaciones bancarias	(5.878.195)	(418.202)	660.911	(214.159)	909.655	(81.310)
Efectivo recibido de accionistas/relacionadas	-	-	-	-	-	-
Desembolso EO	10.000.000	-	-	-	-	-
(-) Pago EO	(1.000.000)	(2.000.000)	(2.000.000)	(2.000.000)	(2.000.000)	(1.000.000)
Dividendos pagados	(925.186)	(765.250)	(848.229)	(954.620)	(1.066.015)	(1.181.071)
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	2.196.619	(3.183.452)	(2.187.318)	(3.168.779)	(2.156.360)	(2.262.381)
FLUJO DE EFECTIVO NETO						
Incremento (disminución) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	3.259.807	(1.791.429)	(268.621)	(708.002)	898.194	1.389.369
Saldo Inicial del Año	1.834.671	5.094.478	3.303.049	3.034.428	2.326.426	3.224.620
SALDOS AL FIN DEL AÑO	5.094.478	3.303.049	3.034.428	2.326.426	3.226.426	4.613.989

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁷ VS. PAGO CAPITAL DE LA DEUDA FINANCIERA



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Comparativo de Resultados Reales vs. Lo Proyectado inicialmente

Al comparar los resultados reales a noviembre de 2018 y diciembre del 2018 (punto óptimo el 91,67%), se debe indicar que, las ventas registraron un cumplimiento de 84,01%, mientras que los costos de ventas alcanzaron un 66,58%, lo que impulsó su utilidad bruta, puesto que llegó a sobrepasar lo proyectados (158,57%).

Por su parte, los gastos operativos, arrojaron un cumplimiento de 101,12% frente a lo proyectado, lo que generó una utilidad operativa superior a la estimada en un inicio (373,81%).

Finalmente, después de descontar los gastos financieros y otros ingresos/egresos, la compañía arrojó una utilidad neta antes de impuestos, muy superior a lo reportado en la proyección (414,60%), lo que refleja una adecuada administración de los gastos.

CUADRO 10: ESTADO PROYECTADO VS REAL (USD)

Cuenta	Proyectado dic-18	Real nov-18	Cumplimiento
Ventas	149.523	125.621	84,01%
Costo de Ventas	121.191	80.694	66,58%
Utilidad Bruta	28.332	44.926	158,57%
Gastos Operacionales	22.362	22.612	101,12%
Utilidad Operacional	5.970	22.315	373,81%
Gastos Financieros	401	383	95,56%
Otros ingresos no operacionales	-	734	0,00%
Otros egresos no operacionales	102	-	0,00%
Utilidad (Pérdida) Antes de Participación e Impuestos	5.467	22.665	414,60%

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

En lo que respecta al flujo utilizado por actividades de operación, inversión y financiamiento con corte noviembre de 2018, se puede mencionar que estos fueron superiores a lo estimado en un inicio, lo que generó un flujo final de caja superior a lo estimado en un inicio, así la compañía genera los recursos propios suficientes para cubrir sus necesidades y cumplir con sus compromisos.

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

⁷ (*)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de la emisión objeto de análisis en el presente estudio.

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 geopolíticas⁸.

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la restricción 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 2019⁹.

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 pública¹⁰. Por su parte, los pronósticos de crecimiento del Banco Mundial se reducen a 1,5% en 2018 y 1,6% en 2019¹¹. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento del 1,0% en 2018 y 0,9% en 2019¹². De igual forma, el Fondo Monetario Internacional (FMI), rebajó las estimaciones de crecimiento del país a 1,1% en 2018 y 0,7% en 2019¹³. 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 inversión¹⁴.

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

⁸ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP_2018_Mid-year_Update.pdf

⁹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹⁰ <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>.

¹¹ <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/30478/211373SP.pdf>

¹² <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

¹³ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹⁴ <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-crecera-el-2-en-2018>

CUADRO 11: 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 exportaciones¹⁵. 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 interanual¹⁶.

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 Unidos¹⁷, 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 participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo¹⁸. 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 país¹⁹. 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 diarios²⁰.

¹⁵ <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>

¹⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

¹⁷ <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

¹⁸ <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

¹⁹ <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

²⁰ <http://noticiasbvg.com/la-cotizacion-del-petroleo-cae-pese-al-recorte-de-la-opep/>

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)²¹ / 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 millones²².

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 450,26²³; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 386,00; y a partir de enero 2019 se fijó a este último en USD 394,00²⁴. 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 2018²⁵. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a diciembre de 2018, ésta se ubicó en USD 715,16²⁶, 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). 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%)²⁷. 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 laboral²⁸.

²¹ https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm

²² <http://www.sri.gov.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

²³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201812.pdf>

²⁴ <https://www.elcomercio.com/actualidad/salario-basico-incremento-ecuador-2019.html>

²⁵ 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.

²⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Precios/Indices/PSEMensual.htm>

²⁷ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Diciembre-2018/Boletin_tecnico_12-2018-IPC.pdf

²⁸ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018_Presentacion_Mercado%20Laboral.pdf

²⁸ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

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 respectivamente²⁹.

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%³⁰.

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 vivienda³¹.

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)³².

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 otros³³.

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 PIB³⁴, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al 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 PIB³⁵, 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 PIB³⁶.

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.

²⁹ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812_Pobreza.pdf

³⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

³¹ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIIT-2018.pdf>

³² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201803.pdf>

³³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

³⁴ La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.454,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

³⁵ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/01/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%BAblica-Diciembre-2018-FINAL_okOK.pdf

³⁶ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

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 externo³⁷. 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 país³⁸. 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 deuda³⁹.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas para reducir el gasto fiscal en 2018, está la Ley de Fomento Productivo y los incentivos tributarios⁴⁰, 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 industrial⁴¹, al mismo tiempo que se anunció una reducción de subsidios a los combustibles de gasolina Extra y Ecopaís⁴². 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 2017⁴³.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

HARINAS COMPUESTAS S.A. HARICOMSA, fue constituida mediante escritura pública celebrada en Quito, Ecuador el 01 de octubre 1993, otorgada ante el Notario Vigésimo, encargado de la Notaría Vigésimo Novena del cantón Quito, debidamente inscrita en el Registro Mercantil del cantón Quito el 19 de Noviembre de 1993. Con un plazo de duración de la compañía hasta el 19 de noviembre del 2043.

Su objeto social es la producción, envase y comercialización de todo tipo de productos alimenticios y similares. La comercialización de todo tipo de bienes, insumos y equipos para el sector alimenticio. La Elaboración y comercialización de pan, galletas, alimentos nutricionales y sus similares.

Con fecha 30 de diciembre del 2009, se inscribió en el Registro Mercantil el cambio de denominación a CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A., adicionalmente se amplió y modificó el objeto social de la Compañía con el fin de emprender en nuevas actividades empresariales.

A partir de enero de 2010, la Compañía asumió en forma directa las operaciones de comercialización de los productos del Grupo a nivel nacional. Anteriormente, sus actividades se concentraron en operaciones de servicios de maquila de productos que comercializan sus compañías relacionadas.

Con fecha 20 de diciembre de 2011, se inscribió en el Registro Mercantil un aumento de capital a través de reinversión de utilidades correspondientes al ejercicio económico del 2010 por USD 1,50 millones, con lo que el capital social de la Compañía a partir esa fecha quedó establecido en USD 1,51 millones.

³⁷ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

³⁸ <http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/>

³⁹ <https://lahora.com.ec/quito/noticia/1102214497/agencia-fitch-vuelve-a-bajar-la-calificacion-credicia-de-ecuador>

⁴⁰ <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

⁴¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

⁴² <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/12/18/nota/7104063/asambleista-advierte-que-gobierno-actualiza-precios-combustibles>

⁴³ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/09/nota/7129304/deficit-cae-casi-mitad-dice-finanzas>

A continuación se detalla las marcas que la empresa comercializa:

CUADRO 12: DETALLE DE MARCAS

Producto	Marca	Producto	Marca	
PASTAS	AMANCAY	SNACKS	CHIPZ	
	GRANEL		CONFIPOP	
	MAMA MIA		TOCINETA	
	AMANCAY SELECTO		MUERDES EXTRUIDO	
GALLETAS	ANIVENTURAS		MUERDES BOLITAS	
	KRISPIZ		PARTY MIX	
	KRISPIZ DELI-CHOCK		CIRCUS BOLITAS	
	CHIKI KRISPIZ		HARINA	FRANCE
	TOQUE			PAN DE ORO
	SALTICAS			PANARINA
	SALTICAS INTEGRAL	DON PAN		
	SALTICAS DELICHOK	PASTARINA		
	SALTICAS MINI INTEGRAL	GALLETERA		
	SALTICAS MINI ORIGINAL	REPOSTERA		
	TUYAS	INTEGRAL		
	APETITAS			
	APETITAS DELICADAS			
	CIRCUS			
	SILUET			
	SILUET RELLENA			
	SILUET CEREAL Y FRUTOS			
	NAVIDAD			
	JUNGLITAS			
	SILUET BITE			
SALTICAS SODA				
ORBITA				
SALTICAS SODA INTEGRAL				

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 30 de noviembre de 2018, CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A., registró como capital suscrito y pagado por la suma de USD 1,51 millones, el mismo que estuvo conformado por 151.000 de acciones ordinarias y nominativas de USD 10,00 cada una. A continuación se detalla lo mencionado:

CUADRO 13: ACCIONISTAS

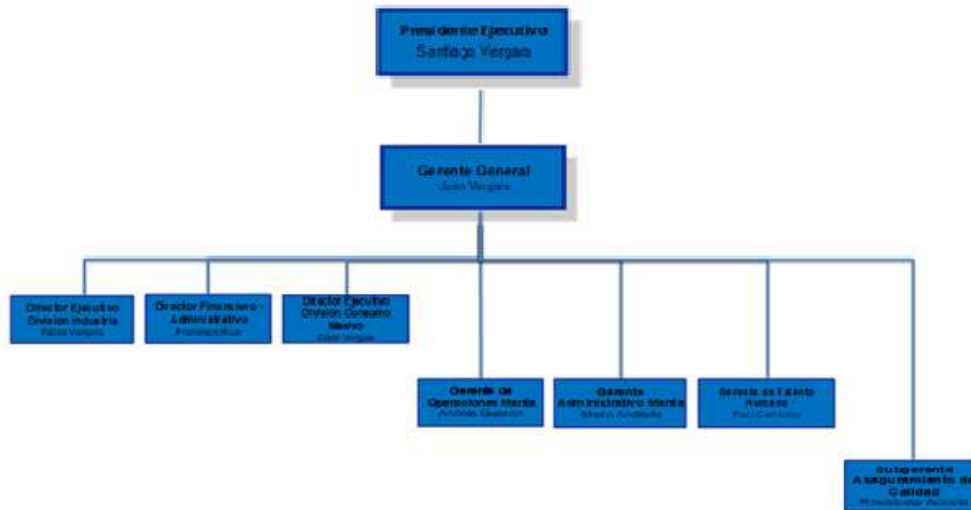
Nombre	Capital (USD)	Participación
INVERSIONES SELECTA INSELESA, HOLDING S.A.	1.479.980	98,01%
MOLINO Y PASTIFICIO ECUADOR SA MOPASA	15.010	0,99%
MOLINOS INGUEZA SA	15.010	0,99%
Total	1.510.000	100%

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

El Presidente Ejecutivo, encargado de ejecutar, dirigir y controlar, todas las normativas y atribuciones del Directorio, asegurando la administración y ejecución continua de la razón de ser de las empresas; además de presidir las sesiones del Directorio.

A continuación se aprecia el organigrama administrativo de CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente/ Elaboración: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A.

Los principales ejecutivos que componen la estructura organizacional de CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A., son profesionales altamente capacitados en los cargos que se desempeñan y con varios años de experiencia en el sector que se desenvuelve la compañía, por lo cual ellos son los encargados de dar cumplimiento a todos los objetivos y estrategias establecidas por los accionistas. A continuación se presenta un detalle de los principales ejecutivos.

CUADRO 14: PRINCIPALES EJECUTIVOS

Cargo	Nombre
Presidente Ejecutivo	Santiago Vergara
Gerente General	Juan Vergara
Director Ejecutivo Industria	Felipe Vergara
Director Ejecutivo Consumo	David Vergara
Director Financiero	Francisco Ruiz
Gerentes de Comercialización Consumo	Juan Carlos del Valle
Gerente de Operaciones Consumo	Iván Salazar
Gerente de Operaciones Industria	Andrés Guerrón

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

Según la compañía al 30 de noviembre el 2018 ha informado que existe un documento interno de los accionistas sobre el Gobierno Corporativo el cual es confidencial y no se lo puede divulgar.

Empleados

Al 30 de noviembre de 2018, la compañía contó con 1.205 empleados (1.157 a mayo de 2018), los mismos que se encontraron distribuidos en diferentes áreas tales como: administrativa, producción, consumo, industria y ventas.

Adicionalmente, es importante señalar que la compañía no posee sindicatos ni comités de empresa que obstruyan el normal desarrollo de sus actividades. La compañía hasta la fecha no ha existido ningún conflicto laboral.

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

Al 30 de noviembre de 2018, de acuerdo a la información proporcionada por la empresa, CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. registra relacionadas con las siguientes compañías:



Fuente y Elaboración: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A.

Estas empresas comparten el mismo grupo de accionistas y se manejan por un Directorio común. Las diferentes áreas tienen sus directores y su personal respectivo. Ciertas áreas son comunes a las diferentes empresas como el Área de Logística, el Área Financiera / Contabilidad y el Área de Recursos Humanos. El área Comercial (Ventas y Marketing) se divide según las divisiones de los productos comercializados por el grupo (Industria y Consumo).

MOLINOS INGUEZA: Se dedica a maquilar para consumo humano (principales clientes: CORPORACION SUPERIOR).

ENSUPERIOR S.A.: Presta servicios de almacenamiento y cuenta con personal especializado en esta área.

CORPORACIÓN SUPERIOR: Se dedica a la Importación de Trigo, Complementariamente Produce y comercializa subproductos derivados de trigo para el mercado nacional.

ALIMENTOS TAWA: Se dedica a la producción de snacks y vende estos productos a Corporación Superior para que esta empresa los comercialice a nivel nacional.

ALIMENTOS SUPERIOR ALSUPERIOR S.A.: Se dedica a maquilar, producir y comercializar productos derivados del trigo, dentro del mercado nacional e internacional.

Al 30 de noviembre de 2018, CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. en su Balance registra inversiones en Acciones en las siguientes empresas según el método de valor razonable (Valor Proporcional Patrimonial)

CUADRO 15: INVERSIONES EN ACCIONES

INVERSIONES EN ACCIONES	USD
ENSUPERIOR S.A.	2.755.617
FINANCIERA DEL AUSTRO	13.045
ALIMENTOS TAWA	137.274
FIDEICOMISO EMPRENDEDORES	30.000
TOTAL	2.935.936

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

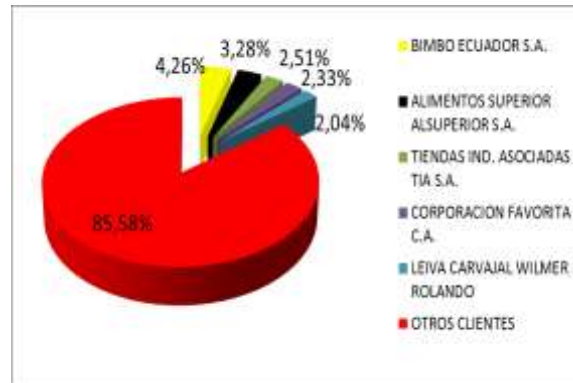
Otros Aspectos de la Empresa

Clientes

CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A., presenta un amplio portafolio de clientes, donde BIMBO ECUADOR S.A., ALIMENTOS SUPERIOR ALSUPERIOR S.A., TIENDAS IND. ASOCIADAS TIA S.A., CORPORACION FAVORITA C.A. y LEIVA CARVAJAL WILMER ROLANDO, son los más importantes al 30 de noviembre de 2018, puesto que poseen

una participación en conjunto del 14,42% y el 85,58% restante corresponden a una participación inferior al 2,00%, evitando así un riesgo de concentración de sus ingresos sobre un solo cliente.

GRÁFICO 6: CLIENTES A NOVIEMBRE 2018



Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Sin ser considerada la provisión para cuentas incobrables, la cartera bruta de clientes de la compañía al 30 de noviembre de 2018, se encontró conformada por un 55,34% en cartera por vencer (54,77% a diciembre de 2017), el 41,69% en cartera vencida de 1 a 60 días (39,49% a diciembre de 2017) y el 2,97% restante corresponde a cartera vencida a un plazo mayor a 60 días (5,74% a diciembre de 2017).

Los resultados mencionados anteriormente demuestran que la cartera de la compañía se encuentra dentro de rangos aceptables, no obstante, la administración de la compañía no deberá descuidar la gestión de cobranza de la cartera mayor a 60 días, con la finalidad de evitar un riesgo por deterioro o posible incobrabilidad.

Proveedores

La compañía siempre debe mantener una gama amplia de proveedores que le abastezcan de los productos necesarios para su operación.

A noviembre de 2018 los principales proveedores con los que opera la compañía son: SEABOARD OVERSEAS LIMITED, CARGILL AMERICAS ADVISORY SERVICES, LA FABRIL S.A. y ALIMENTOS SUPERIOR ALSUPERIOR S.A.

Estrategias y Políticas de la Empresa

La compañía cuenta con objetivos estratégicos, dentro de los cuales destacan los siguientes aspectos:

CORPORACION SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. ha realizado importantes avances en su estrategia de crecimiento. La compañía ha procurado mejoras tecnológicas para lograr mayores niveles de productividad y así lograr costos de producción más eficientes.

Las mejoras tecnológicas se han impulsado en las 3 principales líneas de producción y en la diversificación de los productos destinados al consumo masivo, de ahí que CORPORACION SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. ha focalizado sus esfuerzos en las líneas que concentran el mayor margen y participación en el volumen de ventas.

La estrategia de crecimiento también se ha sustentado en mejorar los procesos de producción y de control de inventario, de ahí que la empresa cuenta con un sistema informático que le permite realizar valoraciones y costos adecuados de cada uno de sus productos y los procesos de producción. El principal objetivo es un manejo más eficiente de los inventarios y por lo tanto una reducción de los requerimientos de capital de trabajo en la estructura del balance.

Política de Financiamiento

La principal fuente de financiamiento de la compañía está constituida por sus pasivos, en donde al 30 de noviembre del 2018 la deuda con costo estuvo conformada únicamente con obligaciones con el Mercado de Valores, misma que financió un 2,90% de los activos (6,79% a diciembre de 2017).

Política de Inversiones

Mejorar el nivel de productividad de su planta a través de innovaciones tecnológicas. El Grupo Superior mantiene dos plantas industriales en el Ecuador, una ubicada en la ciudad de Guayllabamba y la otra en Manta. En los últimos años ha realizado fuertes inversiones tecnológicas, logrando un mejor posicionamiento frente a la competencia.

Al 31 de diciembre del 2017 y 2016 se incluye USD 1,23 millones por la adquisición de una bodega de producto terminado y oficinas de Guayaquil y Quito a una compañía relacionada en el año 2016; corresponden a obras de centros de acopio, silos y estructuras en la parroquia Guayllabamba para el almacenamiento de trigo y productos a granel derivados del trigo⁴⁴.

Para el 2017 y 2016 incluye USD 7,91 millones por la adquisición de maquinaria en el 2016: línea galletera, maquinaria molino de Manta, maquinaria Buhler pasta corta y larga, molienda ingueza, línea galletera imaforni, laboratorios de gelatina, línea bañadora de chocolate, mezcla y cereales, molino de miga, maquinaria complementaria para molienda y planta molinera de trigo; así como a maquinarias y equipos para almacenamiento y almacenaje de grasas de harina y azúcar y otros⁴⁵.

Política de Precio

Determinación del PVP: El Gerente de Marketing determina el PVP sugerido al consumidor de acuerdo a la estrategia definida por la Organización. Una vez aprobado el ingreso o cambio de precio, el Gerente de Marca o Jefe de Producto notificará al Gerente de Operaciones para registro en empaques, con copia al Coordinador Administrativo de Ventas.

Del Margen al Tendero: El Director de División, Gerente de Marketing y el Gerente Nacional De Ventas establecen el 20% como margen de utilidad al tendero en función de la competitividad de los diferentes productos.

Del Precio Detallista: Es una derivación directa del PVP, que se obtiene de la siguiente formulación: Precio Detallista = PVP – IVA – Margen del Tendero. A partir del Precio Detallista se determinará la lista de precios y descuentos al resto de Canales.

Responsabilidad Social y Ambiental

Como parte de Responsabilidad Social, se mantiene un plan continuo de ayuda y donación a varias fundaciones entre los cuales están: Fundación General Ecuatoriana, Fe y Alegría, Centro del Muchacho Trabajador, Fundación Amparo, Fundación Abei, Fundación Amigos, entre otras.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa

CORPORACION SUPERIOR S.A. no presenta regulaciones específicas a sus actividades, a más de las regulaciones tradicionales, las mismas que están definidas por diferentes entes gubernamentales, los cuales vigilan el cumplimiento de normas y procesos determinados en sus distintas operaciones. Así, entre otros organismos reguladores a los que se encuentra sujeta la compañía, están: el Servicio de Rentas Internas, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, IESS, Ministerio de Relaciones Laborales, Aduanas, entre otros.

⁴⁴ Información obtenida a través del auditado 2017.

⁴⁵ Información obtenida a través del auditado 2017.

Riesgo legal

Al 30 de noviembre de 2018, según información remitida por los administradores de la compañía, CORPORACION SUPERIOR S.A. registra 32 procesos judiciales en su contra, con un valor de USD 0,50 millones. No obstante, estos no representan un riesgo para la normal operación de la compañía.

Liquidez de los títulos

SU CASA DE VALORES SUCAVAL S.A. con fecha 14 de mayo de 2015, inició la colocación de los valores de la Emisión de Obligaciones, colocando el mismo día el total de los USD 10,00 millones, valor que tiene una representación del 100% del total de la presente emisión (USD 10,00 millones).

Por otro lado, CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. no presenta emisiones anteriores en el Mercado de Valores, por lo que la presente Emisión de Obligaciones a Largo Plazo fue su primera participación en esta forma de financiamiento

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 junio 2018 a noviembre 2018 para los valores de la Emisión de Obligaciones sujeto de calificación en el presente informe; 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 con 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

Como hecho relevante del último trimestre del 2017, CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. ahora importa directamente el Trigo de los proveedores del exterior Cargill y Seaboard. Anteriormente el Trigo lo compraba a la empresa Grupo Superior. Con este cambio importante, Corporación Superior ahora ingresa la compra de la Materia Prima al costo de importación CFR y abarata su costo, lo cual se ve reflejado a partir del segundo semestre en que su costo de ventas es menor y su margen bruto es mayor.

Situación del Sector

Entre los cereales más importantes para la dieta alimenticia del ser humano se identifica al trigo, la soja, el arroz y el maíz, entre otros, los cuales pueden ser utilizados como materias primas para la fabricación de alimentos o como alimento final en sí. Varios de estos cereales son producidos mayormente en las regiones más fértiles del planeta, ya sean estas urbanas o rurales. Así mismo, estos cereales se encuentran identificados como productos básicos o commodities, por lo que su precio es establecido en mercados internacionales, a través de mesas de negociación en las principales bolsas de valores a nivel mundial.

El pronóstico más reciente de la FAO sobre la producción mundial de cereales en 2018 asciende a 2.601 millones de toneladas, todavía 57 millones de toneladas (2,1%) por debajo del récord registrado en 2017. La variación mensual obedeció principalmente a las revisiones al alza respecto de la producción de trigo en el Canadá y China, que compensaron con creces las revisiones a la baja respecto de Australia y la Unión Europea. En la actualidad

se prevé que la producción mundial de trigo en 2018 se aproxime a los 728 millones de toneladas, es decir, un 4,3 % menos que en 2017. Se calcula que la producción mundial de cereales secundarios alcance en 2018 los 1 360 millones de toneladas, cifra un 2,2 % inferior a la de 2017⁴⁶.

En los países del hemisferio sur ya está en marcha la siembra de los cultivos de cereales secundarios para 2019. Las previsiones iniciales indican una ampliación de las plantaciones de maíz en América del Sur, impulsada por una fuerte demanda de exportaciones, y en Sudáfrica, debido al aumento de los precios y las prácticas de rotación de cultivos; no obstante, las preocupaciones asociadas a la posibilidad de que se produzca un nuevo episodio de El Niño afectan a las perspectivas.

Los precios mundiales del trigo apenas variaron en octubre de 2018, tras su descenso en septiembre. El trigo de referencia de EEUU (Nº.2 Hard Red Winter, f.o.b.) se situó en un promedio USD 240 por tonelada, pero aún un 12% más alto que en el mismo mes del año pasado. El deterioro de las perspectivas de las cosechas en los países del hemisferio sur, los retrasos en la recolección en Canadá y unas condiciones de siembra que no fueron las ideales para los cultivos de invierno de 2019 en diversas partes de Europa, proporcionaron apoyo al alza en los precios. Sin embargo, la fuerte competencia en medio de una demanda apagada contribuyó a contrarrestar la presión alcista, en particular en la Unión Europea.

GRÁFICO 7: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL TRIGO USD/TON⁴⁷



Fuente: INDEXMUNDI / Elaboración: Class International Rating

La demanda de cereales en países en desarrollo ha crecido con mucha más rapidez que la producción, por lo que se espera que se hagan más dependientes de las importaciones de los mismos. De acuerdo con datos de la FAO, se espera que en los próximos años aumente la dependencia en la demanda de cereales. En el año 2030, los países en desarrollo podrían llegar a importar anualmente 265 millones de toneladas de cereales. Sin embargo, países con una menor seguridad alimentaria tienden a ser los menos capaces de pagar sus importaciones⁴⁸.

El trigo es un cereal que en su composición tiene gluten, gludina y glutamina que son los principales componentes de esta gramínea, utilizada para elaborar miles de productos para el consumo humano⁴⁹.

Cabe indicar que el trigo ingresa al país sin pagar aranceles debido a la importancia que tiene este cereal como base para la elaboración de alimentos de la canasta básica. El trigo, junto con el arroz y la cebada, es el cereal con mayor importancia en Ecuador. El consumo nacional del mismo supera las 450.000 toneladas por año, dando como resultado aproximadamente 30 kg per cápita anuales. Es importante recalcar que del trigo que se consume en el país, más del 95% corresponde al producto importado ya que la producción local es mínima⁵⁰.

El tratado comercial con la Unión Europea tuvo ventajas para el sector agrícola, donde las importaciones ecuatorianas de semillas oleaginosas se incrementaron en un 881,82%; la importación de té creció el 265,75%; vino y cerveza en un 265,14%; legumbres en un 200,61% y crustáceos el 936,36%. Además, cabe mencionar que

⁴⁶ <http://www.fao.org/worldfoodsituation/csdb/es/>

⁴⁷ <https://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=trigo&meses=60>

⁴⁸ <http://www.fao.org/docrep/004/y3557s/y3557s08.htm>

⁴⁹ http://lahora.com.ec/index.php/noticias/show/1102056339/-1/El_trigo_y_sus_derivados_.html#.WTF9ymg1-yI

⁵⁰ http://www.ecuadorinmediato.com/index.php?module=Noticias&func=news_user_view&id=2818829234

en los años previos al acuerdo comercial no había importaciones de trigo desde el bloque europeo, pero a partir del año 2018 ya existe⁵¹.

En cuanto a las barreras de entrada que tiene esta industria, destaca el alto nivel de inversión en propiedad planta y equipo, puesto que el segmento alimenticio demanda de una importante tecnificación en su proceso productivo, además se encuentran los permisos de funcionamiento, el registro de marcas y patentes, entre otros. Así mismo se debe mencionar que en esta industria el prestigio de una marca o empresa ocupa un lugar preponderante, ya que los gustos y preferencias del consumidor se direccionan mayormente hacia productos que ya han sido probados previamente, manteniendo un temor o resistencia hacia productos o marcas nuevas que ingresan al mercado. Como barreras de salida, la mayor dificultad se encontraría en la liquidación de los activos y el cumplimiento de las obligaciones vigentes que mantendría la empresa.

Expectativas

Se espera un incremento en el precio del trigo a causa de la ola de frío con la que se ha iniciado el 2018 y también por la incertidumbre de saber el efecto que tendrá sobre los cultivos. Por otro lado, en Rusia y Ucrania las condiciones de los cultivos son excelentes por lo que no se espera que problemas relacionados al invierno, impidan las exportaciones⁵².

Se espera que la producción mundial de trigo alcance 778 millones de toneladas para el 2023 y que la tierra para cultivar se expanda moderadamente, lo cual limitará el alcance de un crecimiento más rápido en la producción. Además se prevé que la utilización total de trigo alcance casi 774 millones de toneladas, el 38% en países desarrollados y el 62% en países en desarrollo, con un consumo per-cápita de 66 kg anuales, es decir que se espera que este cereal se mantenga como un producto predominante de consumo humano.

En cuanto a la combinación de trigo y cereales secundarios, se espera que Estados Unidos sea el exportador principal en 2023, con 108 millones de toneladas, seguido por Rusia, Ucrania y Kazajistán, los cuales exportarían en conjunto 67 millones de toneladas. Por otro lado, Canadá aumentará considerablemente la producción de trigo y la proporción de ganancia en la exportación mundial, también se prevé que Argentina mejore los mismos aspectos⁵³.

Posición Competitiva de la Empresa

Grupo Moderna y Grupo Superior son los líderes del Mercado con 36,4% y 28,2% respectivamente. Posteriormente se encuentra Industrial Molinera y los Molinos pequeños que han ido tomando más espacio dentro del Mercado.



Fuente y Elaboración: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A.

⁵¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/04/12/nota/6709933/observatorio-evalua-impacto-acuerdo-comercial-ue>

⁵² <https://www.agrodigital.com/2018/01/08/el-frio-hace-subir-el-precio-del-trigo-en-los-mercados/>

⁵³ <http://www.fao.org/3/a-i3818s.pdf>

En el 2016 el Mercado de pastas fue de 57.892 toneladas y la participación de CORPORACION SUPERIOR fue de 14,7% en toneladas y de 10,7% en dólares. Sus principales competidores son Sucesores Jacobo Paredes, Oriental, Sumesa y Alicorp.

Dentro del Mercado de las galletas los principales competidores son: Nestlé, Mondelez, Noel, La Universal y Corporación Superior. El tamaño del Mercado en el 2016 fue de 42.341 toneladas y nuestra participación fue de 18,1% en toneladas y de 13,8% en dólares.

Para el 2017, se estima que el Mercado de galletas tendrá el mismo tamaño y la participación de CORPORACION SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. será similar debido a la fuerte competencia de las multinacionales.

De igual manera, y 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 CORPORACION SUPERIOR CORSUPERIOR 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 16: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Solidez financiera	Falta de estrategia para impulso de marcas propias
Alta tecnología en molinería y galletas	Falta de cobertura de consumo inmediato
Marcas reconocidas	Problemas de calidad, política de precios en fideos
Encargos de fabricación privados y del Estado	Mala concepción del negocio de snacks
Alianza estratégica con proveedores de trigo	Falta de personal calificado en fideos
Buena comunicación con sector molinero	Falta de personal calificado en snacks
Equipo humano comprometido	Falta de tecnología de punta en fideos
Autonomía para importar trigo	Falta innovación en pastas
Buena red de distribución de harina en cobertura	Falta de innovación y desarrollo en negocio industrial
Alianzas / servicio a clientes en harina	Falta de estrategia para exportaciones
Asistencia técnica – Escuela de panificación	Falta de portafolio de productos para fortalecer el canal de distribución
Alto nivel de integración horizontal y autoconsumo de trigo	Falta de portafolio en licores
Volumen en galletas	Falta de estrategia de distribución en licores
Marcas internacionales en vinos	Estructura que no favorece sinergias y economías de escala
Volumen en vinos	Mal posicionamiento de marca corporativa
Know-how fabril en galletas	
Innovación en galletas	
Certificaciones de calidad	
Oportunidades	Amenazas
Restricción de importaciones que favorece marcas nacionales	Posible baja del consumo por reducción de precio del petróleo
Interés de empresas internacionales por contratar servicios de fabricación	Posibles nuevos competidores con capacidad financiera grande en productos de valor agregado
Demanda insatisfecha en clientes industriales por productos con valor agregado	Restricción de importaciones
Negocio de galletas waffer en manos de 1 solo competidor	Cambios permanentes a la legislación tributaria
Pocos competidores en cereales para desayuno	Fortalecimiento del USD
Tendencia hacia alimentos saludables	
Empresas del sector con interés en transacciones de compra y venta	
Tratado con UE para importación de licores	
Empresas pequeñas con productos interesantes	

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

En el curso normal de su negocio y actividades de financiamiento, la Compañía está expuesta a distintos riesgos de diferente naturaleza que pueden afectar de manera significativa al valor económico de sus flujos y activos y en consecuencia sus resultados.

Los principales riesgos que podrían 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.

Uno de los riesgos con mayor impacto sobre la operación de la compañía es el desabastecimiento de la principal materia prima (trigo), dado que la producción nacional no abastece para la demanda interna, teniendo que ser importado.

Adicionalmente, cabe indicar que el trigo como materia prima está enmarcado como un producto commodity, por lo cual su precio está determinado en función de las condiciones de oferta y demanda del mercado, y el cual puede variar debido a condiciones meteorológicas en las temporadas de siembra y cosecha, además de la existencia de grandes fondos de inversión, que con su demanda o cierre de posiciones pueden afectar en el precio. Cuando existe una producción escasa de trigo la tendencia de su precio es a subir, mientras que si su producción es abundante su precio es a la baja, siendo este último comportamiento el que predomina a nivel mundial, por lo que la compañía aprovecha esta oportunidad realizando compras adelantadas de trigo, de manera que la fluctuación en el precio del trigo en un corto plazo, no sea un riesgo determinante para alterar su normal operación.

Otro de los riesgos ligados a la normal operación de la compañía, son los diferentes siniestros causados por factores externos fuera del control de la compañía, por lo cual para protegerse de cualquier siniestro CORPORACION SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. cuenta con póliza de accidentes personales, multirisgo industrial, responsabilidad civil, todo riesgo de vehículos y de transporte abierto las cuales se encuentran vigentes hasta el mes de septiembre de 2019.

La compañía podría estar expuesta a riesgos relacionados con la seguridad y tecnología. No obstante, CORPORACION SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. cuenta con procedimientos que describen los pasos a seguir para la recuperación del sistema Axapta en una infraestructura, en caso de que se produzca una falla irrecuperable de hardware o software en el servidor de producción; para ello será necesario contar con otros servidores, de similares características al servidor de producción, en el cual se podría montar el ambiente de producción, copiando la Base de Datos junto con la aplicación, es decir, el directorio en que se encuentran almacenadas las capas, etiquetas, archivos de índices de la aplicación, etc.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. se realizó con base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2014, 2015, 2016 y 2017, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, cortados al 30 de noviembre de 2017 y 30 de noviembre de 2018.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. presentaron una tendencia creciente en el periodo analizado (2014-2017) desde USD 110,42 millones en 2014 hasta USD 128,35 en 2017, aunque con una tasa de crecimiento variable ya que pasó de 7,54% en 2015 a 1,36% en 2016 y 6,63% en el 2017, resultados que demuestran una adecuada gestión por parte de la administración, pues a pesar de la coyuntura económica que atravesó el país en esos periodos, los ingresos se mantuvieron al alza.

Para noviembre de 2018, los ingresos crecieron en un 6,85% (USD 125,62 millones), frente a lo reportado en noviembre de 2017 (USD 117,57 millones), producto de las estrategias implementadas por la compañía para mejorar sus resultados, tal es el caso del mantenimiento de las políticas comerciales así como la mayor penetración al mercado de varios de sus productos.

Los costos de ventas se mantuvieron estables durante los años 2014 - 2016 con una representación promedio del 76,78% de los ingresos ordinarios, sin embargo, para diciembre de 2017, estos decaen hasta significar un 69,33% de los ingresos, lo que pone de manifiesto un eficiente control sobre los costos de ventas por parte de la compañía. Derivado de lo anterior, el margen bruto también se presentó relativamente estable entre 2014 y 2016 del 23,22% de los ingresos, mientras que a diciembre de 2017 éste significó el 30,67% de los activos.

Para los periodos interanuales los costos de ventas mantienen la misma tendencia a la baja presentada en diciembre de 2017, puesto que pasaron de 69,38% sobre los ingresos en noviembre de 2017 a 64,24% en noviembre de 2018, resultados que impulsaron su margen bruto, el cual significó el 35,76% de los ingresos para este último periodo (30,62% en noviembre de 2017). Resultados que se producen por que CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. ahora importa directamente Trigo de los proveedores Cargill y Seaboard. Con este cambio importante, CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. ahora ingresa la compra de la Materia Prima al costo de importación CFR, abaratando su costo.

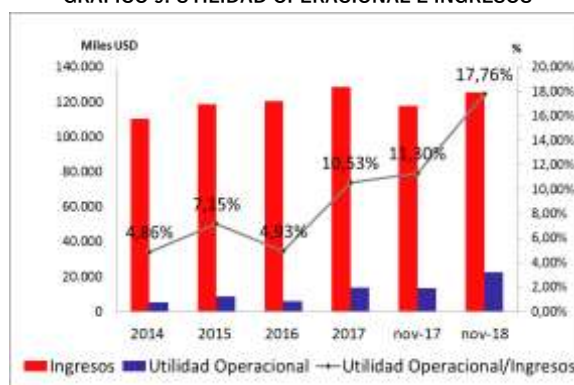
Los gastos operacionales, por su parte, presentaron una tendencia creciente en su representación sobre los ingresos ordinarios, pues pasaron de un 16,79% en 2014 a un 20,14% en 2017, lo que obedece en parte a la creciente actividad comercial de compañía. Entre estos gastos operacionales se encuentran: las depreciaciones, los gastos a personal, servicios y seguro.

Para los periodos interanuales los gastos operativos demostraron una participación decreciente sobre los ingresos, ya que pasaron de 19,32% en noviembre de 2017 a 18,00% en noviembre de 2018, debido a que la empresa importa directamente trigo, por lo tanto amenoran también ciertos gastos incurridos en el giro de negocio.

Lo mencionado anteriormente generó una utilidad operacional positiva y creciente hasta el año 2015, pues luego de haber significado el 4,86% de los ingresos en 2014, pasó a 7,15% en diciembre de 2015, en diciembre de 2016 el margen operacional decae hasta representar el 4,93% de los ingresos, debido a un incremento en sus gastos de servicios. Al 31 de diciembre de 2017 el margen operativo se recupera nuevamente, hasta significar el 10,53% de los ingresos, producto de menores costos de venta, principalmente por un menor costo del precio internacional del trigo y al cambio en la política interna mediante la cual el importador directo de trigo pasa a ser Corporación Superior.

Para noviembre de 2018, la utilidad operacional se ubicó en 17,76% sobre los ingresos, porcentaje superior al registrado en noviembre de 2017 (11,30% de los ingresos), gracias a la reducción del precio internacional del trigo y de la importación de trigo mediante compras de futuros.

GRÁFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, los gastos financieros mantuvieron una representación sobre los ingresos bastante estable, registrando un promedio (2014-2017) de 0,69%, mientras que a noviembre de 2018, fue de 0,31%, esto como derivación del apalancamiento que tiene la empresa.

Finalmente, después de descontar el impuesto a la renta, la compañía obtuvo una utilidad neta ligeramente variable, que pasó de USD 3,86 millones (3,49% de los ingresos) en 2014 a USD 6,10 millones (5,14% de los ingresos) en 2015, USD 4,43 millones (3,68% de los ingresos) al cierre de 2016 y USD 10,39 millones (8,10% de los ingresos) en el 2017.

Para noviembre de 2018, se evidencia que, gracias al incremento de los ingresos y un adecuado manejo de sus costos y gastos, la compañía generó una utilidad neta de USD 22,67 millones (18,04% de los ingresos), rubro que creció de manera importante frente a lo arrojado en su similar periodo de 2017 (USD 10,20 millones representando 8,68% de las ventas).

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Dada la tendencia creciente tanto de los activos como del patrimonio, el factor determinante para las variaciones en los indicadores de rentabilidad es el nivel de utilidad neta. Es así que, a pesar del movimiento fluctuante de los índices, éstos se ubicaron en niveles adecuados para el giro del negocio y responden a las políticas aplicadas respecto a la revisión periódica de las tasas de interés, el financiamiento de sus operaciones con recursos permanentes, el análisis de cada cliente nuevo de acuerdo al sistema de puntuación de crédito propio de la compañía, entre otros factores.

Para noviembre de 2018, los indicadores de rentabilidad, demostraron un comportamiento creciente con respecto a noviembre de 2017, gracias a la importante recuperación de su utilidad neta.

CUADRO 17, GRÁFICO 10: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2014	2015	2016	2017
ROA	8,98%	12,98%	6,81%	12,40%
ROE	28,88%	29,33%	17,53%	29,07%

Ítem	nov-17	nov-18
ROA	12,01%	21,71%
ROE	28,75%	41,03%



Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Por su parte, el EBITDA (acumulado) de la compañía presentó una tendencia creciente hasta el año 2015, es así que pasó de USD 5,73 millones (5,19% de los ingresos) en 2014 a USD 8,94 millones (7,52% de los ingresos) en 2015, para diciembre 2016 este se contrajo (USD 6,51 millones representando el 5,41% de los ingresos) debido principalmente a la disminución en su margen operativo, sin embargo, para el año subsiguiente éste se recupera a una interesante suma de USD 14,09 millones (10,98% de los ingresos) producto de una mejora en sus ventas, así como de un mejor control en sus gastos. Estos resultados evidenciaron la capacidad de generación de recursos propios de la empresa, la misma que le permite cubrir sus necesidades y cumplir con sus obligaciones de manera adecuada, lo cual se ratifica con la holgada cobertura del EBITDA (acumulado) sobre los gastos financieros.

Para noviembre de 2018 el EBITDA (acumulado) fue de USD 23,28 millones (18,53% de los ingresos), evidenciando un importante aumento con respecto de noviembre 2017 (USD 13,82 millones que significó el 11,75% de las ventas) lo que obedece a la substancial recuperación de su margen operacional. Estos resultados le permitieron registrar una cobertura bastante holgada sobre sus gastos financieros.

CUADRO 18, GRÁFICO 11: EBITDA Y COBERTURA. (MILES USD)

Ítem	2014	2015	2016	2017
EBITDA	5.731	8.935	6.507	14.091
Gastos Financieros	736	904	903	725
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	7,78	9,88	7,20	19,43

Ítem	nov-17	nov-18
EBITDA	13.817	23.282
Gastos Financieros	577	383
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	23,95	60,73



Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado

Activos

Los activos totales mostraron una tendencia creciente desde USD 42,98 millones en 2014 hasta USD 83,80 millones en 2017 y USD 104,42 millones en noviembre de 2018, producto del incremento de la actividad comercial de la compañía, en donde las cuentas más influyentes fueron las cuentas por cobrar de corto, cuentas por cobrar a relacionadas y efectivo y sus equivalentes de efectivo.

En su estructura, predominan los activos corrientes, característica propia de la actividad comercial de la empresa, pues representaron el 79,86% de los activos totales en diciembre de 2017 (84,26% a noviembre de 2018), mientras que los activos no corrientes significaron el 20,14% del total de activos (15,74% en noviembre de 2018).

Entre las principales cuentas del activo a diciembre de 2017 se encuentran el efectivo y sus equivalentes, con una representación del 27,29% (38,05% en noviembre de 2018⁵⁴); le sigue las cuentas por cobrar clientes, que significaron el 22,94% de los activos totales (20,16% en noviembre de 2018), inventarios con el 16,45% (8,37% en noviembre de 2018), cuentas por cobrar relacionadas con el 10,15% (14,33% en noviembre de 2018⁵⁵), y propiedad, planta y equipo con el 16,64% del total de activos a diciembre de 2017 (12,94% en noviembre de 2018).

Adicionalmente, el activo no corriente contempla inversiones, mismas que incluyen inversiones en acciones en las empresas ENSUPERIOR S.A., ALIMENTOS TAWA S.A. y SOCIEDAD FINANCIERA DEL AUSTRO S.A.; estas entidades han sido constituidas en el Ecuador, las inversiones en subsidiarias que mantiene la Compañía se registran por el método de participación y las otras inversiones al costo de adquisición, conforme lo permite la NIC 27. Al 31 de diciembre de 2017, las inversiones significaron el 3,50% del total de activos (2,81% de los activos en noviembre de 2018).

Pasivos

Los pasivos totales de la empresa hasta el año 2015 se presentaron decrecientes, pues pasaron de financiar el 68,93% de los activos en 2014 a 55,75% de los activos en 2015; mientras que en el 2016 su participación se incrementó 61,16%, debido al aumento presentado en sus cuentas por pagar a relacionadas. Al 31 de diciembre de 2017 su participación disminuye nuevamente a 57,34% de los activos, producto de la amortización de la deuda con costo.

Para noviembre de 2018, los pasivos redujeron su financiamiento sobre los activos a 47,10% con respecto a diciembre de 2017, debido al decremento de su deuda con costo.

⁵⁴ Esta cuenta creció de manera importante para noviembre de 2018, pues la compañía realizó inversiones en una entidad financiera local, mismas que se mantienen hasta su vencimiento.

⁵⁵ Estas crecieron entre diciembre 2017 y noviembre 2018 debido a que CORPORACIÓN SUPERIOR S.A. realiza la venta de materia prima (principalmente harina), a Alimentos Superior, empresa que fabrica y comercializa productos de Co-manufactura y exportación. Las ventas son respaldadas mediante facturas. En el transcurso del año, Alimentos Superior irá pagando dichas compras por lo que a fin de año la cuenta se iría reduciendo

El pasivo total se encontró conformado principalmente por pasivos de tipo corriente, mismo que financió al activo total en un 49,15% en diciembre de 2017 y un 42,41% en noviembre de 2018, siendo su componente más relevante las cuentas por pagar a relacionadas y socios, que financió a los activos en un 32,20% en 2017 y un 32,61% en noviembre de 2018, evidenciando un incremento entre ambos periodos en valores absolutos ya que paso de registrar USD 26,99 millones en el 2017 a USD 34,05 millones en noviembre de 2018⁵⁶. En tal virtud, los recursos fueron utilizados por CORPORACIÓN SUPERIOR S.A. para realizar inversiones locales de corto plazo (Inversiones temporales a noviembre del 2018 por un total de USD 24,94 millones), misma que no existía al cierre del año 2017. Estos recursos servirán para cancelar a Grupo Superior el momento que lo requiera.

Adicionalmente, en orden de importancia, dentro de la estructura del pasivo corriente se encuentran las cuentas por pagar a proveedores con el 6,26% de los activos en 2017 y el 5,05% en noviembre de 2018.

Por su parte, los pasivos no corrientes financiaron a los activos en menor proporción (8,19% en diciembre de 2017 y 4,69% en noviembre de 2018), en donde su cuenta más relevante fue la de obligaciones con costo con el 4,13% de los activos en 2017 (0,96% en noviembre de 2018).

Patrimonio

El patrimonio, luego de haber fondeado el 31,07% de los activos (USD 13,36 millones) en 2014 pasó a 42,66% (USD 35,75 millones) en 2017 y un 52,90% (USD 55,24 millones) en noviembre de 2018, comportamiento que obedece al registro de mayores resultados acumulados, mismos que fondearon el 27,33% de los activos en diciembre de 2017 y el 28,84% en noviembre de 2018, a estos le siguen los resultados del ejercicio, que financiaron un 12,40% de los activos a diciembre de 2017 y un 21,71% en noviembre de 2018, mientras que el capital social lo hizo en apenas un 1,80% a diciembre de 2017 y 1,45% en noviembre de 2018.

El débil capital social, mismo que se mantuvo sin variación durante el periodo analizado 2014 a noviembre de 2018 (USD 1,51 millones), determina la necesidad de un aporte de recursos frescos en el corto plazo por parte de los accionistas, para que se capitalice la empresa y fortalezca la posición de los accionistas, lo cual además sería un interesante mensaje que ratifique y demuestre el compromiso de los accionistas con la operación y necesidades de la compañía.

Flexibilidad Financiera

A lo largo del periodo analizado la compañía cuenta con indicadores de liquidez superiores a la unidad, los mismos que muestran una posición apropiada para el giro del negocio, reflejando similar comportamiento en su índice de liquidez inmediata, a pesar del peso que tienen los inventarios sobre los activos.

Lo mencionado anteriormente demuestra que los activos corrientes superan a los pasivos de corto plazo, situación que determina que la compañía está en capacidad de cubrir sus pasivos inmediatos con activos líquidos.

En función de los altos indicadores de liquidez, el capital de trabajo se define positivo y suficiente para mantener la operación normal del negocio, es así que a diciembre de 2017 el capital de trabajo ascendió a USD 25,73 millones, que representó un 30,71% de los activos totales, mientras que a noviembre de 2018 se posicionó en USD 43,69 millones, significando un 41,84% de los activos totales.

⁵⁶ Las cuentas por pagar con relacionadas crecen a noviembre de 2018, pues, se registró un mayor rubro en el servicio de almacenaje de trigo y además crecieron los préstamos otorgados a Grupo Superior S.A. por parte de sus relacionadas.

CUADRO 19, GRÁFICO 12: NIVEL DE LIQUIDEZ (MILES USD)

Ítem	2014	2015	2016	2017
Activo Corriente	36.160	38.496	47.133	66.920
Pasivo Corriente	22.762	14.433	31.150	41.188
Razón Circulante (veces)	1,59	2,67	1,51	1,62
Liquidez Inmediata (veces)	1,42	2,37	1,34	1,28



Ítem	nov-17	nov-18
Activo Corriente	67.891	87.983
Pasivo Corriente	41.955	44.289
Razón Circulante (veces)	1,62	1,99
Liquidez Inmediata (veces)	1,37	1,78

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. al 31 de diciembre de 2017 presentó un periodo de cobro de 79 días (81 días en 2016), lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente.

Por otro lado, al referirnos al indicador de Plazo de Proveedores, se debe señalar que es inferior al que la empresa concede a sus clientes, pues al cierre de 2017 fue de 22 días (16 días en 2016), lo que determina un descalce de 57 días (65 días en 2016) entre el plazo que recibe de sus proveedores y el plazo que concede a sus clientes.

En cuanto al tema de la Duración de Existencias, que establece el tiempo de permanencia de los inventarios en bodega, al 31 de diciembre de 2017 fue de 57 días (21 días en 2016), lo que determina un descalce de 114 días (85 días en 2016) entre el plazo que recibe de sus proveedores, el plazo que concede a sus clientes y el tiempo de mantenimiento de los inventarios, lo que determina que la compañía tuvo que financiar su operación con fuentes distintas a proveedores.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio presentó una tendencia decreciente desde 2,22 veces en 2014 hasta 1,34 veces en 2017 y 0,89 veces en noviembre de 2018, lo que evidencia que la compañía financia sus operaciones primordialmente con recursos de terceros.

GRÁFICO 13: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

La relación pasivo total sobre el EBITDA (anualizado) presento variaciones a lo largo del periodo analizado, pasando de 2,94 años en el 2015 a 6,12 años en diciembre de 2016 y 3,41 años en 2017 (2,09 años en noviembre de 2018), lo cual indica el tiempo en el que la empresa podría cancelar el total de su deuda.

Por otro lado, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) presentó un comportamiento ligeramente fluctuante a lo largo del periodo analizado, pues luego de haberse ubicado en 1,23 años en diciembre de 2016 pasó a 0,40 años en diciembre de 2017 y 0,13 años en noviembre de 2018), lo cual indica el tiempo en que la compañía podría cancelar sus compromisos financieros.

Contingentes

Al 30 de noviembre de 2018, CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. no mantiene operaciones financieras como codeudor y garante.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁵⁷

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%.

⁵⁷ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2014	2015	2016	nov-17	2017	nov-18
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	8.375	6.772	13.861	26.553	22.869	39.730
Cuentas por cobrar clientes	17.114	18.703	18.890	20.521	19.222	21.054
Provisión cuentas incobrables	(208)	(163)	(183)	(163)	(107)	(74)
Inventarios	3.686	4.103	5.211	10.000	13.789	8.740
Cuentas por cobrar relacionados	6.056	7.983	8.050	8.984	8.504	14.964
Otros Activos Corrientes	1.137	1.098	1.304	1.996	2.644	3.571
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	36.160	38.496	47.133	67.891	66.920	87.983
Propiedad, planta y equipo neto	5.426	5.647	15.013	14.136	13.942	13.507
Otros Activos No Corrientes	1.395	2.891	2.959	2.959	2.936	2.929
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	6.821	8.539	17.972	17.094	16.878	16.436
TOTAL ACTIVOS	42.982	47.035	65.105	84.985	83.798	104.419
PASIVOS						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	3.401	346	442	209	234	-
Proveedores locales y del exterior	3.063	3.700	4.146	6.163	5.243	5.276
Cuentas por pagar relacionados y socios	13.459	3.846	20.898	27.416	26.987	34.050
Otras cuentas por pagar	1.314	2.300	1.880	3.762	3.248	2.396
Obligaciones Mercado de Valores	-	2.000	2.000	1.000	2.000	2.028
Pasivos por impuestos corrientes	1.525	2.241	1.785	3.405	3.476	538
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	22.762	14.433	31.150	41.955	41.188	44.289
Préstamos (Deuda bancaria LP)	5.198	1.213	573	612	460	0
Otras cuentas por pagar	69	0	0	0	0	0
Otros Pasivos No Corrientes	1.597	10.579	8.097	6.932	6.404	4.895
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	6.864	11.792	8.671	7.544	6.864	4.895
Deuda Financiera	8.599	10.558	8.016	5.821	5.694	3.028
Deuda Financiera C/P	3.401	2.346	2.442	1.209	2.234	2.028
Deuda Financiera L/P	5.198	8.213	5.573	4.612	3.460	1.000
TOTAL PASIVOS	29.626	26.224	39.821	49.498	48.052	49.184
PATRIMONIO						
Capital Social	1.510	1.510	1.510	1.510	1.510	1.510
Reservas	561	942	942	942	942	943
Utilidad neta del ejercicio	3.858	6.103	4.431	10.204	10.392	22.665
Resultados acumulados	7.427	12.255	18.400	22.831	22.901	30.118
TOTAL PATRIMONIO	13.356	20.811	25.284	35.487	35.746	55.236

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2014	2015	2016	nov-17	2017	jun-18	nov-18
Ventas	110.420	118.744	120.362	117.568	128.347	65.378	125.621
Costo de ventas	86.523	89.213	92.509	81.568	88.987	42.927	80.694
MARGEN BRUTO	23.897	29.532	27.853	36.000	39.360	22.450	44.926
TOTAL GASTOS	18.535	21.040	21.914	22.713	25.850	11.666	22.612
UTILIDAD OPERACIONAL	5.362	8.491	5.939	13.287	13.510	10.785	22.315
Gastos Financieros	736	904	903	577	725	230	383
Otros ingresos / egresos netos	339	342	768	371	655	568	734
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMP.TOS.	4.965	7.929	5.804	13.081	13.440	11.122	22.665
Impuesto a la Renta (menos)	1.107	1.825	1.373	2.878	3.048	0	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	3.858	6.103	4.431	10.204	10.392	11.122	22.665

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2014	2015	2016	nov-17	2017	nov-18
Gastos Operacionales / Ingresos	16,79%	17,72%	18,21%	19,32%	20,14%	18,00%
Utilidad Operacional / Ingresos	4,86%	7,15%	4,93%	11,30%	10,53%	17,76%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	3,49%	5,14%	3,68%	8,68%	8,10%	18,04%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	138,99%	139,13%	134,03%	130,22%	130,00%	98,45%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	8,80%	5,60%	17,34%	3,64%	6,31%	3,24%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	19,08%	14,82%	20,39%	5,65%	6,98%	1,69%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	28,88%	29,33%	17,53%	28,75%	29,07%	41,03%
Rentabilidad sobre Activos	8,98%	12,98%	6,81%	12,01%	12,40%	21,71%
Liquidez						
Razón Corriente	1,59	2,67	1,51	1,62	1,62	1,99
Liquidez Inmediata	1,42	2,37	1,34	1,37	1,28	1,78
Capital de Trabajo	13.399	24.064	15.983	25.936	25.732	43.694
Capital de Trabajo / Activos Totales	31,17%	51,16%	24,55%	30,52%	30,71%	41,84%
Cobertura						
EBITDA	5.731	8.935	6.507	13.817	14.091	23.282
EBITDA anualizado	5.731	8.935	6.507	13.632	14.091	23.556
Ingresos	110.420	118.744	120.362	117.568	128.347	125.621
Gastos Financieros	736	904	903	577	725	383
EBITDA / Ingresos	5,19%	7,52%	5,41%	11,75%	10,98%	18,53%
EBITDA/Gastos Financieros	7,78	9,88	7,20	23,95	19,43	60,73
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,62	0,80	0,74	2,28	2,37	7,37
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	9,69	11,14	24,65	14,22	27,25	23,11
Gastos de Capital / Depreciación	1,60	1,81	0,47	1,81	0,89	1,05
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	2,22	1,26	1,57	1,39	1,34	0,89
Activo Total / Capital Social	28,46	31,15	43,12	56,28	55,50	69,15
Pasivo Total / Capital Social	19,62	17,37	26,37	32,78	31,82	32,57
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	1,50	1,18	1,23	0,43	0,40	0,13
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	5,17	2,94	6,12	3,63	3,41	2,09
Deuda Financiera / Pasivo	29,02%	40,26%	20,13%	11,76%	11,85%	6,16%
Deuda Financiera / Patrimonio	64,38%	50,73%	31,70%	16,40%	15,93%	5,48%
Pasivo Total / Activo Total	68,93%	55,75%	61,16%	58,24%	57,34%	47,10%
Capital Social / Activo Total	3,51%	3,21%	2,32%	1,78%	1,80%	1,45%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	31,07%	44,25%	38,84%	41,76%	42,66%	52,90%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	76	82	81	83	79	96
Duración de Existencias (días)	16	17	21	41	57	36
Plazo de Proveedores (días)	13	15	16	25	22	22

Fuente: CORPORACIÓN SUPERIOR CORSUPERIOR S.A. / Elaboración: Class International Rating