

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

INTEROC S.A.

DÉCIMO SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Analista Responsable

Econ. Mario Zambrano

mzambrano@summagrupo.com

Fecha de Comité

22 de julio de 2020

Periodo de Evaluación

Al 31 de mayo de 2020

Contenido

RESUMEN	2
RACIONALIDAD	2
DESCRIPCIÓN DE EMISOR	4
DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	5
RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO	7
RIESGO SECTORIAL	11
ANÁLISIS DEL RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE	13
RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL	17
ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA	19
ANÁLISIS DE RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO	23
ANEXOS	27

RESUMEN

Instrumento	Calificación Asignada	Revisión	Calificación Anterior
Décimo Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	AA+	Actualización	AA+

Categoría: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se verá afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

Tendencia de la Categoría: Más (+)

El presente Informe de Calificación de Riesgos correspondiente a la Décimo Segunda Emisión de Obligaciones de la compañía INTEROC S.A., es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta Diez Millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 10.000.000,00) para la Décimo Segunda Emisión; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se asigna la calificación de riesgo AA con tendencia “+” para la Décimo Segunda Emisión de Obligaciones en sesión del comité de calificación.

Las calificaciones de riesgo emitidas por SUMMARATINGS representan la opinión profesional y no implican recomendaciones para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Las calificaciones de SUMMARATINGS se basan en la información actual proporcionada por el Emisor y/o Cliente. SUMMARATINGS no audita la información recibida. SUMMARATINGS no garantiza la integridad y exactitud de la información proporcionada por el Emisor y/o Cliente en el que se basa la calificación por lo que no se hace responsable de los errores u omisiones o por los resultados obtenidos por el uso de dicha información.

La calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

RACIONALIDAD

Riesgo del Entorno Económico: Alto

- Las perspectivas de decrecimiento económico para el Ecuador son superiores al 7% debido a los efectos negativos de la pandemia Coronavirus, la caída en el precio del petróleo a niveles mínimos históricos y el deterioro del acceso a los mercados de capitales.
- La fuerte contracción de los ingresos del Estado debido a la disminución significativa de los ingresos petroleros y al impacto de la crisis en la contracción del consumo y la recaudación tributaria, incrementa el déficit fiscal y presiona la planificación presupuestaria del Gobierno Nacional; aumentando consecuentemente las necesidades de financiamiento externo.
- Tendencia del riesgo país es incremental, ubicándose en niveles máximos históricos por la caída significativa del precio del petróleo y el aumento de las necesidades de liquidez para solventar la crisis sanitaria. Encarecimiento del fondeo en el mercado de capitales.
- La reducción de las calificaciones de riesgo soberano para Ecuador, en base a la alta probabilidad del no pago de intereses y la reestructuración de la deuda con los tenedores de bono, afectaron la cotización de los instrumentos de financiamiento del país.
- La contracción significativa de la demanda y las restricciones de movilidad a nivel mundial han deteriorado las actividades productivas y comerciales, por lo que este año se espera que la economía mundial en su conjunto decrezca.
- El 6 de julio de 2020 se reestructuró la deuda con el grupo más grande de tenedores de bono. Dicha reestructuración contempla reducir la deuda en USD 1.514 millones, bajar la tasa de

interés de 9,3% a 5,2%, ampliar el plazo de vencimiento por 10 años más y 5 años de gracia para pago de capital.

- El gobierno ha establecido un mecanismo de bandas de precios, orientado a minimizar el impacto negativo de las fluctuaciones de los precios internacionales de los derivados de los hidrocarburos en los precios a los consumidores. Con este mecanismo el Gobierno Nacional podría liberar una cantidad importante de recursos si el precio del petróleo se mantiene en niveles bajos.

Riesgo Sectorial: Bajo

- INTEROC S.A. se enmarca en la Industria de Fabricación de Plaguicidas y Otros Productos Químicos de Uso Agropecuario.
- La estructura y composición del subsector presenta una alta concentración por ingresos. Las 5 empresas más representativas del sector concentran el 73,9% de los ingresos de la industria (en el último periodo fiscal reportado ante el ente de control).
- El poder de negociación de los clientes es bajo por la especialización de determinados productos y la concentración de mercado del sector, sin embargo, varía por el condicionamiento de la demanda frente a factores climáticos, económicos y la temporalidad de los cultivos.
- Las barreras de entrada a este mercado son altas debido al nivel de capital requerido, mano de obra altamente calificada, procesos industriales rigurosos y las regulaciones a las importaciones.
- Se configura una oportunidad de penetración de mercado a nivel nacional debido al deterioro de las actividades comerciales con el sector externo. Sin embargo, la dependencia de bienes intermedios para la producción provenientes del exterior podría ser una amenaza a las perspectivas.

Riesgo Posición del Emisor y Garante: Bajo

- INTEROC S.A. posee una participación de mercado del 10% en “Otros Cultivos”, 26% en el segmento de semillas, y dentro de la división agrícola, en la sección bananos, INTEROC S.A. tiene una participación de mercado de 8%.
- La empresa presenta una diversificación de productos enfocada a distintos nichos de mercado (cultivo de banano, florícolas, sanidad animal, tratamiento de agua, semillas).
- El emisor orienta sus estrategias y actividades de investigación y desarrollo a productos innovadores en los cuales la competencia sea mínima.
- Los 5 principales clientes a mayo de 2020 concentraron el 60,89% de la demanda, evidenciado una dependencia moderada en sus estructura de clientes. Los 5 principales proveedores concentran el 84,08% de dependencia y se observa un incremento en la dependencia de estos con respecto a diciembre del 2019.
- Las ventas presentan un decrecimiento significativo en el periodo enero-mayo 2020; no obstante, la relación comercial existente entre la empresa y los sectores agrícolas configuran un panorama de pronta recuperación.

Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial: Bajo

- La estructura accionarial de la empresa se concentra casi totalitariamente en el accionista institucional INTEROC S.A. (Perú), el capital suscrito y pagado de la compañía al corte de la información fue de USD 10,73 millones.
- La junta de accionistas se posiciona en la cima de la estructura corporativa de la empresa, seguida de la presidencia ejecutiva y la gerencia general posteriormente. Cuenta con un “Gerencia División Bananos” dada la importancia que esta línea de producto tiene.
- El directorio se reúne bimensualmente a evaluar el desempeño de la empresa y tomar decisiones acordes al crecimiento institucional.
- Los objetivos estratégicos para el 2020 se enfocan en innovación, gestión comercial, registro de nuevos productos y desarrollo de la academia comercial.

- Debido a la importancia del talento humano en el giro del negocio el emisor ha solidificado sus programas de capacitación en salud y seguridad.
- Al corte de la información la empresa cumplió con todas sus obligaciones patronales y tributarias.

Riesgo de la Estructura Financiera: Bajo

- A mayo del 2020, los activos de la empresa presentaron un valor de USD 99,12 millones, mostrando una tendencia creciente constante desde el 2017. De manera detallada, los activos corrientes componen en promedio el 80,49% del total de activos.
- Las cuentas por cobrar se concentran principalmente en clientes comerciales. La cartera de clientes relacionados representa en promedio el 13,08% del total de activos financieros.
- Al corte de la información las cuentas por cobrar fueron de USD 34,49 millones y se concentran en un 65,48% en cartera vencida (32,61% de esta vencida a más de 90 días).
- A mayo del 2020 la cuenta de inventarios presentó un valor de USD 21,32 millones (incremento del 12,55% con respecto a mayo de 2019), este incremento se debe principalmente al decrecimiento inesperado de las actividades comerciales por los efectos de la pandemia coronavirus.
- En proporción a los ingresos, los gastos financieros en mayo de 2020 representaron el 7,87%; cifra superior al promedio histórico (5,16%). Se evidencia una reducción de costos en proporción a los ingresos (aumento del margen bruto).
- El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte fue de 1,81; representando un crecimiento del 5,09 % con respecto a diciembre de 2019.
- Analizando las proyecciones en su conjunto, se evidencia que el emisor presenta dificultades para redimir el pasivo con costo en el corto plazo. La empresa muestra holgura y solvencia en el mediano y largo plazo.
- El ratio deuda/Ebitda fue de 5,11 en mayo de 2020, evidenciándose una tendencia constante del indicador en los últimos periodos.

Riesgo de Posicionamiento del Valor en el Mercado: Muy Bajo

- La empresa cumplió con todas las garantías, resguardos de ley y límites de endeudamiento al corte de la emisión.
- El emisor mantuvo un promedio de liquidez semestral de 1,57 cumpliendo con la normativa; así como un capital de trabajo por USD 24,96 millones.
- Las cuentas por cobrar comerciales y el inventario respaldan la emisión, cuentas que a mayo de 2020 presentaron valores de USD 34,49 millones y USD 21,33 millones respectivamente.
- Entre los riesgos previsible se consideran factores externos económicos y normativos, imposibilidad de recuperación de cartera, y contracción de sectores relacionados.

DESCRIPCIÓN DE EMISOR

INTEROC S.A. se constituye oficialmente en el Ecuador en el año 1993 a partir de la escisión de la División de Comercio Internacional de la Distribuidora Richard O. Custer. De acuerdo con su clasificación de código CIU (Clasificación Industrial Internacional Uniforme) C2021.01 que define la actividad principal de Interoc S.A. como Fabricación de insecticidas, raticidas, fungicidas, herbicidas, antigerminantes, reguladores del crecimiento de las plantas.

En sus inicios, se concibió como una compañía que representaría empresas multinacionales de plaguicidas. Posteriormente, se diversificó su portafolio de productos, manejando actualmente cuatro unidades de negocio: Agrícola, Tratamiento de Aguas y Petróleo, Químicos y Salud Pública, Nutrición y Sanidad Animal.

En el 2001, redefine su modelo empresarial, pasando de ser únicamente distribuidores de multinacionales a formular, producir y comercializar productos con marcas propias. Fruto de este

cambio, montan su planta de producción el Km 16,5 vía Daule, desde donde se investiga y desarrolla nuevas formulaciones adaptadas a las necesidades de sus clientes.

Su Sistema Integrado de Gestión engloba prácticas de Calidad, Salud y Seguridad Ocupacional, y está certificado bajo las normas internacionales ISO 9001:2015 y OHSAS 18001:2007. Al momento, maneja un total de 21 técnicas de ensayos aprobadas por las autoridades. Con un total de 326 empleados al corte de la información, INTEROC S.A. tuvo ventas netas en el 2020 por más de USD 21 millones.

Hechos relevantes

- En asamblea de obligacionistas realizada el 28 de abril de 2020 se aprobó el diferimiento de los pagos de la Décimo Primera Emisión de Obligaciones.
- En asamblea de obligacionistas realizada el 30 de abril de 2020 se aprobó el diferimiento de los pagos de la Décimo Segunda Emisión de Obligaciones.
- Realizan la solicitud con la finalidad de priorizar el capital de trabajo para abastecerse de materia prima y continuar con la distribución de los productos agro y con ello mantener el ciclo productivo.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 1. Descripción de la Emisión de Obligaciones

INTEROC S.A.	
DÉCIMO SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	
Monto Aprobado de la Emisión	Hasta USD 10,000,000.00
Monto no Redimido	USD 5.650.000
Resolución de Aprobación	SCVS-INMV-DNAR-2018-00007907
Junta de Accionistas	18/06/2018
Títulos de las Obligaciones	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Plazo del programa	Clase A: 1,080 días Clase B: 1,440 días
Rescates Anticipados	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre La Emisora y los obligacionistas, previa resolución unánime de los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el Art. 168 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero).
Contrato Underwriting	No contempla contrato de underwriting
Tipo de Oferta	Pública
Sistema de Colocación	Bursátil
Tasa de Interés	Clase A: 8.00 % Fija Anual Clase B: 8.25% Fija Anual
Agente Colocador	Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL
Agente Estructurador y Legal	Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General y Específica
Amortización de Capital	Pagos Trimestrales
Destino de los Recursos	Se destinarán los recursos captados en un 100% a la sustitución de pasivos financieros de menor plazo y/o mayor costo con Instituciones Financieras locales.
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados

Garantía Específica	Contrato de Prenda Comercial Ordinaria, cuyo monto efectivo deberá cubrir, sin exceder, el 30% del saldo del capital vigente de la Emisión De Obligaciones, por lo que, a medida que vaya siendo amortizada, el monto efectivo de los activos en prenda se irá reduciendo proporcionalmente, manteniendo la relación del 30% antes señalada.
Emisiones en circulación	Quinta Emisión de Papel Comercial; USD 5 millones; Al Vencimiento
	Sexta Emisión de Papel Comercial; USD 4 millones; Al Vencimiento
	Novena Emisión de Obligaciones; USD 20 millones; Vencimiento: 2020
	Décima Emisión de Obligaciones; USD 6 millones; Vencimiento: 2022
	Décima Primera Emisión de Obligaciones; USD 10 millones; Vencimiento: 2022
	Décima Segunda Emisión de Obligaciones; USD 10 millones; Vencimiento: 2022
	Décima Tercera Emisión de Obligaciones; USD 8 millones; Vencimiento: 2023

Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

De acuerdo con la normativa vigente¹, los valores emitidos contarán con una Garantía General y Garantía Específica otorgada por INTEROC S.A. La compañía se compromete también a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.

Al 31 de mayo de 2020, INTEROC S.A. presentó un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de interés equivalente al 43,68% de los Activos de la empresa.

De acuerdo con la información de Estructuración Financiera, se estima un crecimiento en ventas del 0,2% para el periodo 2020 y una utilidad neta esperada de USD 1,36 millones para el periodo en mención.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

El instrumento está respaldado con garantía general por parte de INTEROC S.A. La relación porcentual del ochenta por ciento (80%) establecida deberá mantenerse hasta la total redención de todos los valores en circulación.

El 80% del total de Activos menos las deducciones de la normativa fueron de USD 32,11 millones (cupó de la emisión); evidenciando un nivel de cobertura de 1,03 veces sobre el saldo de capital de las obligaciones en circulación, mientras que el indicador Activos libres de gravamen sobre el saldo en circulación es de 2,29 veces, cumpliendo con lo estipulado en la normativa vigente.

Procesos Legales Activos

Al corte de la información la empresa no registra deudas con el Servicio de Rentas Internas. Adicionalmente, según información oficial del Consejo de la Judicatura, INTEROC S.A. registró un proceso legal en el 2020 bajo la figura de actor ofendido por concepto de “cobro de pagaré a la orden”; mientras que como demandado no registra procesos en este periodo. Se concluye que la empresa no presenta riesgos legales significativos que puedan afectar el rendimiento o desenvolvimiento de la misma.

¹ Art. 162 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO

Equilibrio Político e Institucional

La emergencia sanitaria provocada por la pandemia COVID-19 (coronavirus), el complicado ambiente macroeconómico y político, la caída del precio del petróleo y la ruptura de los Oleoductos de Crudos Pesados han generado un constante deterioro en las calificaciones de riesgo soberano del Ecuador. En febrero del 2020, la calificadora de riesgos Moody's redujo la calificación soberana de "B3" a "Caa1" y la perspectiva de negativa a estable para el país. Entre los principales factores que se consideraron para la degradación se evidencia el limitado acceso a los mercados financieros internacionales, un calendario de amortizaciones de deuda por pagar "desafiante", y la resistencia que enfrenta el gobierno para realizar ajustes.

Debido a la rápida y creciente propagación del coronavirus, la emergencia mundial generó un deterioro "sin precedentes" en las perspectivas económicas mundiales; considerando que el Ecuador es uno de los países más afectados por la crisis, el 3 de abril del 2020 la calificadora emite una nueva actualización de criterio con respecto a los riesgos soberanos. Moody's bajó la calificación de riesgos de "Caa1" a "Caa3" alegando: altas probabilidades de reestructuración de la deuda, estimaciones de decrecimiento económico, niveles históricos máximos de riesgo país, solicitudes adicionales de instrumentos de financiamiento rápido (FMI) y altas expectativas de pérdida para los inversores.

Por su parte, la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's confirmó las calificaciones soberanas para Ecuador de largo y corto plazo ("B-" y "B"). Apenas 21 días después, la calificadora vuelve a degradar la esta nota pasando de "B-" a "CCC-/C", posterior al anuncio de las autoridades del país de acogerse al "periodo de gracia" para atrasar el pago de intereses de los bonos 2022, 2025 y 2030. Además, se colocó a las calificaciones crediticias soberanas en "CreditWatch" (relacionado al riesgo adicional de una baja al nivel de incumplimiento selectivo) por la incertidumbre política, ya que algunos sectores de oposición solicitaron al gobierno suspender temporalmente el pago de la deuda.

Standard & Poor's luego del envío de "solicitud de consentimiento" a los tenedores de la deuda el 8 de abril de 2020, decidió el 13 de abril de 2020 rebajar una vez más la calificación de la deuda soberana de "CCC-/C" a "SD/SD", ya que el anuncio asegura casi por completo el no pago de los intereses pospuestos de los bonos 2022, 2025 y 2030 (dentro de los 30 días de plazo). La calificadora hace énfasis en que las presiones de liquidez siguen en aumento, y consecuentemente a aquello, las amplias necesidades de financiamiento presupuestal de Ecuador también se agudizan. La continua caída en el precio del petróleo (alcanzando niveles históricos mínimos) y el difícil acceso al mercado de capitales, dado que el riesgo país mensual promedio del Ecuador se encuentra por encima a los 3600 puntos configuran un panorama poco alentador. Posterior al acuerdo entre los acreedores externos y el gobierno nacional para diferir en cuatro meses los próximos pagos, la calificadora Fitch rebaja la calificación de riesgos soberanos a "RD" (Default Restringido) el 20 de abril.

El Gobierno Nacional anunció el 6 de julio una importante reestructuración de la deuda con el grupo más grande de tenedores de bono. El Ejecutivo detalló que dicha reestructuración contempla reducir la deuda en USD 1.514 millones, bajar la tasa de interés de 9,3% a 5,2%, ampliar el plazo de vencimiento por 10 años más y 5 años de gracia para pago de capital. A pesar de este importante logro para aliviar las presiones de liquidez, el acuerdo en mención es insuficiente para alcanzar sostenibilidad en las finanzas públicas debido a la dependencia del petróleo, los pagos de intereses, las disminuidas reservas internacionales y la incertidumbre política-electoral que atraviesa el país.

Tabla 2 Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador

Línea de Tiempo	Cambios en la Calificación de Riesgo Soberana de Ecuador		
	S&P	FITCH	MOODY'S
06/02/2020			La calificación de riesgos baja de B3 a Caa1
04/03/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de B a B-		
19/03/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de B- a CCC	
24/03/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de CCC a CC	
25/03/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de B- a CCC-/C		
03/04/2020			La calificación de riesgos baja de Caa1 a Caa3
09/04/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de CC a C	
13/04/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de CCC-/C a SD/SD		
20/04/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de C a RD	

Fuente: S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Perspectivas de Crecimiento y Ciclo Económico

La proforma presupuestaria 2020 proyectaba una distribución de ingresos la cual corresponde el 7,64% a capital, 25,16% a financiamiento y 67,19% a ingresos corrientes. Los egresos correspondían a 8% a inversión, 13% a capital, 16% aplicación de financiamiento y el 63% a corrientes, asumiendo un precio del barril de petróleo de USD 51. Uno de los puntos más relevantes es que en la proforma se esperaba una disminución de la recaudación por impuestos por USD 1.080 millones, consecuentemente se planteaba una reducción de gastos de bienes y servicios de consumo por USD 452,46 millones y reducción de la masa salarial del sector público por USD 415,99 millones. No obstante, se esperaba que los efectos recaudatorios que tendría la nueva Ley de Simplificación y Progresividad Tributaria aprobada en diciembre de 2019 compensen parte de la reducción de ingresos por recaudación.

Bajo el nuevo escenario económico producto de la pandemia del coronavirus que trajo consigo una serie de eventos sistémicos adversos, los ingresos proyectados para este año se verán considerablemente afectados por la caída del precio del petróleo a niveles históricos y por la inminente reducción que existirá en la recaudación del IVA y del Impuesto a la Renta por la contracción económica.

Según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), el Producto Interno Bruto decreció en 0,1% en el 2019, mientras que el crecimiento promedio de este indicador macroeconómico fue de 0,49% en los últimos 5 años. Para el 2020 el BCE proyectó a inicios del mismo un crecimiento del 0,7% del PIB apalancado principalmente por la minería y para los próximos 2 años el crecimiento sería de 0,8% y 1,2%. Por su parte, la demanda interna nacional presentó tasas negativas de variación desde el último trimestre del 2018 hasta el cierre del año 2019 (generadas principalmente por el decrecimiento significativo del gasto público y la formación bruta de capitales fijo).

Debido a una serie de sucesos externos al desenvolvimiento natural del dinamismo económico ecuatoriano en los últimos meses, las proyecciones de crecimiento se han reconfigurado. Dado que el Ecuador es uno de los países más afectados por la pandemia coronavirus (lo cual ha agravado sus necesidades económicas y modificado su planificación presupuestaria), la mayoría de las entidades internacionales y el gobierno nacional proyectan decrecimiento económico para el 2020. Goldman

Sachs estima un decrecimiento del PIB del Ecuador de -7,5%, mientras que el gobierno estipula un decrecimiento más significativo al ubicar la estimación en -7%.

El Banco mundial y el Fondo Monetario internacional también realizaron estimaciones en base al escenario reconfigurado y estipularon decrecimientos del Producto Interno Bruto en -7,4% y -6,30% respectivamente. Se estima que en caso de extenderse la emergencia sanitaria por más de dos meses el decrecimiento económico podría ser de -9,63%. Al momento, la economía ecuatoriana se encuentra en contracción y la incertidumbre económica impide realizar proyecciones de crecimiento en el largo plazo que indiquen la temporalidad o cambio del ciclo económico con certeza.

Los indicadores agregados guardan estrecha relación con los indicadores de rendimiento del sector productivo, el número de empresas a nivel nacional se redujo en promedio anualmente 1,5%; cifra conexas a la variación de la demanda nacional agregada. La concentración de las exportaciones en bienes, y no en servicios, aumenta la magnitud de la afectación en el sector externo provocada por el COVID-19. A pesar de que la gama de productos exportables ha aumentado, cerca del 80% de las exportaciones se sigue concentrando en petróleo y productos primarios tradicionales.

La reactivación del sector productivo y comercial se ha visto obstaculizada en los últimos trimestres por; afectaciones cercanas a los USD 821,68 millones producto del paro nacional ocurrido del 3 al 14 de octubre de 2019, la contracción de la demanda mencionada, caída del precio del petróleo, y la desaceleración sustancial de la actividad económica producto de la crisis sanitaria. La estructura económica también juega un papel fundamental al ser poco flexible, según el Reporte Competitividad Global, el Ecuador presenta una calificación de 49,6/141 puntos en el coeficiente de flexibilidad del mercado laboral. Debido a las restricciones de movilidad existentes a nivel nacional e internacional implantadas para detener el avance del coronavirus, el sector comercial y las empresas que dependen de insumos intermedios importados pueden tener afectaciones mayores.

Equilibrio Externo y Balanza de Pagos

Respecto a la cuenta corriente, esta presentó un valor negativo consolidado para el año 2019 de USD -78,7 millones, esta cifra se ve influida por el saldo negativo en la balanza de servicios y en la de renta. Por su parte, la cuenta de capital y financiera tuvieron un superávit de USD 83,6 millones y USD 73,2 millones respectivamente. Cabe indicar que al final del último trimestre del 2019 se producen salidas por pagos de deuda y la inversión extranjera se mantiene en bajos niveles en relación con el PIB, por lo que el resultado de la cuenta de cuenta de capital y financiera continuará dependiendo del flujo de deuda adquirido. La razón "Cuenta Corriente/PIB" refleja una tendencia cíclica relacionada al crecimiento económico, presentando a finales del 2019 una razón de -0,07% (aumento de 1,33 puntos porcentuales con relación al 2018). Debido a la emergencia sanitaria del Covid-19 y sus efectos colaterales, las perspectivas de mejorar los indicadores del sector externo son reservadas.

A abril del 2020, el flujo de bienes y servicios de la economía con el sector externo dejó un saldo de USD 603 millones de dólares. La variación anual de -44,7% influye significativamente en el deterioro de todo el sector exportador, mismo que presentó una variación anual en abril de -11,2%. Por su parte, las exportaciones no petroleras presentaron una variación anual de 10,9% y los principales productos exportables sigue siendo el camarón, cacao, banano y madera. China se posiciona como el principal destino de exportación con exportaciones por USD 310 millones a abril del 2020. Al analizar históricamente la balanza comercial, se observa que se ha mantenido en términos generales su estructura en los últimos años.

El dinamismo del mercado petrolero se vio afectado por la paralización en la producción nacional (del 10 de abril al 8 de mayo de 2020) por la rotura de los oleoductos de transporte de crudo; así como las restricciones comerciales por la pandemia coronavirus que afectó tanto a estas exportaciones como a las no petroleras. Las exportaciones decrecieron a partir de marzo de 2020 y aumentó la falta de liquidez ya que se ha retenido un porcentaje importante de los pagos por diferimiento. La caída del precio del petróleo a niveles mínimos históricos asienta aún más las

expectativas de temporalidad de la contracción económica, ya que este *commodity* tiene un peso importante en los ingresos del estado. El precio del barril WTI (precio de referencia para el petróleo ecuatoriano) presentó los siguientes promedios de precios mensuales en el último semestre:

Tabla 3. Precio del Barril de Petróleo

Fecha	Precio petróleo WTI (\$)
Mayo 2020	28,56
Abril 2020	16,55
Marzo 2020	29,21
Febrero 2020	50,54
Enero 2020	57,52
Diciembre 2019	59,9

Fuente: The Economic Times

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público

En abril del 2020, la deuda agregada fue de USD 57,182 millones (59,2% del PIB). Los bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos concentran el mayor porcentaje de deuda interna (USD 12.819 millones), seguidos por obligaciones con el Banco de Desarrollo del Ecuador por USD 1,487 millones; mientras que la deuda externa tiene mayor concentración en bonos emitidos en mercados internacionales (USD 18.748 millones) seguida de las obligaciones con organismos internacionales (USD 11.957 millones). El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de problemas estructurales en las finanzas públicas.

Al tercer trimestre de 2019, el déficit del Presupuesto General del Estado (PGE) se ubicó en torno al -2,26% sobre PIB, pero se espera que el déficit al final del 2019 se haya establecido por encima del 3% dado los pagos que el gobierno tiene que incurrir en el último trimestre de cada año. Las necesidades de financiamiento para el 2020 ascenderían a USD 6.000 millones para amortización de deuda y USD 3.384 millones para cubrir el déficit fiscal, aunque dadas las actuales circunstancias las necesidades de financiamiento serían superiores a los USD 10.000 millones de dólares.

En el 2019, el Ecuador recibió financiamiento del FMI y otros organismos multilaterales² para solventar los problemas de la balanza de pagos en el corto plazo (USD 10.279 millones). El Fondo Monetario Internacional aprobó el Acuerdo de Facilidad Extendida de Financiamiento (EFF) sujeto al compromiso de corregir las deficiencias de las finanzas públicas; sin embargo, debido a la resistencia política de algunos sectores sociales las correcciones no se han llevado a cabo. Coyunturalmente a la emergencia sanitaria, Ecuador se ha visto en la necesidad de ampliar su financiamiento y tomar acciones complementarias; por ello, el gobierno anunció que espera recibir financiamiento adicional por USD 4.645 millones y retendrá el pago de obligaciones del sector público en campos no relacionados a la emergencia.

Para mitigar los efectos negativos del ciclo económico el gobierno nacional anunció el 10 de marzo un recorte presupuestario adicional de USD 1.400 millones de dólares, de los cuales USD 800 millones son de bienes y servicios y USD 600 millones en bienes de capital; además, se reportó la eventual eliminación de 16 instituciones gubernamentales, aportación salarial de los servidores públicos y un incremento del 0,75% a las retenciones de la fuente de impuesto a la renta en las empresas. Es menester recalcar la intención de concesionar la Refinería de Esmeraldas y La Libertad debido al elevado nivel de inversión necesario para el correcto funcionamiento de las mismas; así como problemas operativos relacionados. Adicionalmente, se planea una importante monetización de activos del estado (CNT, Banco del Pacífico y Sopladora). Para el presente año el Ministerio de Finanzas presupuestó USD 2.000 millones por concesión de dichos activos; sin embargo, los procesos han presentado dificultades para llevarse a cabo por la complejidad técnica de los mismos.

² FMI= USD 4.209 millones; Banco Mundial= USD 1.744 millones; BID= USD 1.717 millones; CAF= USD 1.800 millones; FLAR= USD 280 millones; BEI= USD 379 millones; AFD= USD 150 millones.

Las necesidades de liquidez creciente obligan al Gobierno Nacional a poner sobre la mesa medidas complementarias para el alivio fiscal. Entre las opciones que se barajan está la subida de dos puntos porcentuales del IVA, esta medida afectaría a los deciles más bajos de la población; sin embargo, en la mayoría de la población el impacto en el costo de vida sería poco significativo. La resistencia política y social dificulta la ejecución de estas medidas reformativas, así como la necesidad de ejecutar un plan de compensación a los sectores más vulnerables en caso de aplicar el incremento.

La caída del precio del petróleo ha proyectado además la necesidad urgente de reestructurar los mecanismos de subsidios a los combustibles hacia un manejo más eficiente de los mismos. Dada la volatilidad de los precios del WTI y BRENT el gobierno ha establecido un mecanismo de bandas de precios, orientado a minimizar el impacto negativo de las fluctuaciones de los precios internacionales de los derivados de los hidrocarburos en los precios a los consumidores. Con este mecanismo el Gobierno Nacional podría liberar una cantidad importante de recursos si el precio del petróleo se mantiene en niveles bajos.

Equilibrio del Sistema Financiero y Monetario

Las reservas internacionales del Banco Central fueron de USD 2.860 millones en abril del 2020, lo que significó una variación mensual del 44%. El nivel de cobertura de los requisitos de reserva de las instituciones financieras se posiciona entre los niveles más bajos desde que el Ecuador se dolarizó. Esta disminución es producto de las necesidades de liquidez crecientes para afrontar la emergencia sanitaria y el pago de capital e intereses de los bonos soberanos 2020. El panorama actual deteriora la capacidad del país para generar y acumular activos externos netos,

A diciembre de 2019, la inflación anual cerró en -0,07%, dicha cifra es el reflejo del debilitamiento de la demanda interna. Cabe indicar que, como consecuencia de la dolarización, el país ha experimentado largos periodos de bajas inflaciones, esto ha favorecido la planificación contable de los agentes económicos y a la estabilidad del sistema financiero. El Ministerio de Economía y Finanzas proyectó una inflación de 0,84% al final del 2020. La inflación anual en mayo 2020 fue de 0,75%.

El acceso a los mercados financieros se ha visto deteriorado por el aumento del “riesgo país” a niveles máximos históricos y la degradación de la calificación de los bonos soberanos. El riesgo país mensual promedio fue de 3.287 puntos en junio de 2020, situándose como el riesgo más alto de la región. Las causales del aumento de este indicador son la caída del precio del petróleo y el incremento de las necesidades de liquidez para afrontar el coronavirus. Cabe destacar que posterior al anuncio del acuerdo de reestructuración de la deuda del 6 de julio el riesgo país a 2.760 puntos.

RIESGO SECTORIAL

Fuerzas competitivas del sector

El sector manufacturero es el más grande de la economía ecuatoriana, participa con alrededor del 13% del PIB. Cuenta con una infraestructura de producción que permite la elaboración de bienes con un mayor nivel agregado y, por ende, cuentan con una ventaja de diferenciación. Este sector se caracteriza también por la amplitud de subsectores y actividades que abarca; por ello, es menester analizar en específico el subsector en el cual se desenvuelve la empresa.

INTEROC S.A. se enmarca en la Industria de Fabricación de Plaguicidas y Otros Productos Químicos de Uso Agropecuario, misma que estuvo conformada en el 2018 por 76 empresas. Analizando la estructura y composición del subsector en el periodo en mención se evidencia una alta concentración por ingresos. Las 5 empresas más representativas del sector acaparan el 73,9% de los ingresos de la industria (figurando INTEROC S.A. como empresa líder), mientras que en el análisis de concentración por ingresos las 10 empresas líderes concentran el 84,87% de la participación. En el 2018 la industria obtuvo ingresos por USD 249,67 millones.

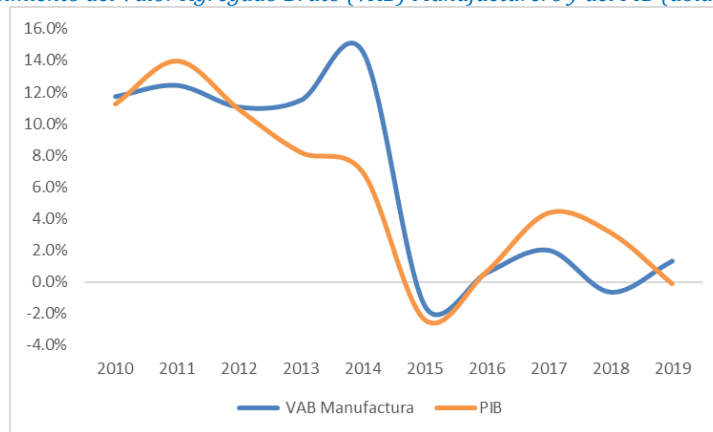
Con respecto a las fuerzas competitivas, el poder de negociación de los clientes es bajo, ya que, a pesar de la poca diferenciación de productos entre competidores, el grado de concentración de las empresas dedicadas a la actividad afecta a los mecanismos de fijación de precios. Es importante destacar que el poder de negociación de los clientes puede variar. Al estar los clientes relacionados principalmente al sector agropecuario la demanda se condiciona por factores climáticos, económicos y la temporalidad de los cultivos.

Por su parte, el poder de negociación con los proveedores es bajo debido a la demanda internacional de estos insumos. Los proveedores son en general grandes compañías del sector petrolero y minero. Las barreras de entrada a este mercado son altas debido al nivel de capital requerido, mano de obra altamente calificada, procesos industriales rigurosos y las regulaciones a las importaciones. El riesgo de sustitución se evalúa como bajo, ya que los productos de la industria química no tienen sustitutos perfectos y son una materia prima esencial para los sectores productivos. Finalmente, la rivalidad entre consumidores se intensifica por los altos costos de salida y la poca diferenciación entre estos.

Análisis de los Principales Factores Cíclicos y de Crecimiento del Sector

Desde el 2015 al 2019, el Valor Agregado Bruto (VAB) del sector manufacturero (excepto refinación de petróleo) ha crecido a una tasa promedio del 0,36%, cifra inferior al PIB durante el mismo periodo. En esta última década, el sector ha mantenido su peso dentro de la economía con una participación entre el 11% y 13% del PIB. El sector se vio afectado en los años de decrecimiento del PIB debido a su alto grado de correlación, al encontrarse la economía ecuatoriana en decrecimiento, las expectativas del sector no son favorables.

Gráfico 1 Crecimiento del Valor Agregado Bruto (VAB) Manufacturero y del PIB (dólares del 2007)



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

A pesar de no contar con cifras oficiales cercanas al espacio temporal de análisis sobre el comportamiento del tamaño muestral del subsector (fabricación de sustancias y productos químicos), los datos del Índice de Producción de la Industria Manufacturera a febrero de 2020 muestran un decrecimiento mensual en la producción de -4.5% de las empresas relacionadas. La producción de la industria manufacturera global tuvo en este mismo indicador una variación mensual de -0,80% en febrero; comportamiento menos drástico al subsector en análisis.

Analizando las 10 empresas principales en la actividad específica en la cual se desenvuelve INTEROC S.A. (CIU 2021.01) se evidencia una tendencia creciente de las ventas en el periodo 2016-2018, misma tendencia se evidencia en la utilidad antes de impuestos, depreciación y amortización en el periodo en mención. A diciembre del 2018 el ratio EBITDA/Ventas fue de 8,48%

Tabla 4. Indicadores del Sector

Año	Ventas Millones USD	Δ% Ventas	EBITDA	Δ% EBITDA	EBITDA/Ventas (%)
2016	182.821	-	9.981	-	5,46%
2017	202.138	10,57%	15.472	\$ 0,55	7,65%
2018	205.128	1,48%	17.402	\$ 0,12	8,48%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros/TFC Smart

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Se espera que la emergencia sanitaria mundial del covid-19 afecte al sector manufacturero por la paralización de actividades productivas y comerciales; pese a ello, existirán ramas de la industria menos afectadas e inclusive con perspectivas de crecimiento. Para los sectores relacionados al giro de negocio de INTEROC S.A. (agropecuarios) se configura un escenario con perspectivas de crecimiento en el corto plazo si se logra la reanudación oportuna de actividades bajo protocolos de bioseguridad. La demanda de los productos químicos de uso agropecuario en el Ecuador se satisface principalmente a través de importaciones, por lo que las dificultades en las actividades comerciales internacionales configuran una oportunidad de crecimiento y mayor penetración de mercado. Sin embargo, la dependencia de bienes intermedios para la producción provenientes del exterior podría ser una amenaza a las perspectivas.

Regulaciones del Sector

El sector de las manufacturas depende del acceso a materias primas y bienes de capital necesarios para su producción. Por lo tanto, las restricciones comerciales como las salvaguardias tienen efectos negativos en este sector. La industria de la construcción por ser uno de los sectores que mayor aporta en términos de inversión, producción, nivel de empleos e infraestructura física para otros sectores, la reducción y/o cambios en el gasto público, el plan anual de inversiones y reformas en el código de trabajo tienen efectos en el desempeño del sector.

Debido a la crisis sanitaria del país, el gobierno anunció el 10 de abril de 2019 que las empresas que ganaron más de un millón de dólares aportarán con el 5% de esa utilidad en tres pagos mensuales, este dinero se destinará a una cuenta de asistencia humanitaria. Adicionalmente, el 15 de marzo de 2020 el Ministerio de trabajo expidió la resolución MDT-2020-077 en donde se estipulan disposiciones referentes a la coyuntura laboral para enfrentar el covid-19. Entre los planteamientos del 15 de marzo se menciona: suspensión de la jornada laboral para las empresas que no puedan efectuar teletrabajo, modificación de la jornada laboral, reducción emergente de la jornada laboral y adopción de medidas de prevención,

La pandemia del coronavirus ha obligado la paralización de actividades comerciales distintas a las relacionadas con los sectores productivos esenciales; la reanudación de las mismas será paulatino y depende directamente de las decisiones de los Comités de Operaciones de Emergencia Cantonales y Nacional. El subsector dedicado a la fabricación de químicos se ha paralizado durante la emergencia ya que no fue considerado estratégico por el COE, esto hace que exista una afectación directa de las ventas en los meses de abril y gran parte de mayo.

ANÁLISIS DEL RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE

INTEROC S.A. se constituyó de acuerdo con las leyes de la República del Ecuador el 12 de septiembre de 1989 y se inscribió en el Registro Mercantil del Cantón Guayaquil el 28 de noviembre del mismo año.

El emisor mantiene vigente la Novena, Décima, Décimo Primera, Décimo Segunda y Décimo Tercera Emisión de Obligaciones y el Quinto y Sexto Programa de Papel Comercial en el Mercado de Valores. A la fecha de corte de la información INTEROC S.A. presenta saldos de los valores emitidos por USD 31,12 millones.

Posición Competitiva del Emisor

De acuerdo con información presentada por INTEROC S.A. cortada a diciembre 2019, esta posee una participación de mercado del 10% en "Otros Cultivos", 26% en el segmento de semillas, y dentro de la división agrícola, en la sección bananos, INTEROC S.A. tiene una participación de mercado de 8%. La empresa presenta una diversificación de productos enfocada a distintos nichos de mercado (cultivos de banano, florícolas, sanidad animal, tratamiento de agua, semillas) que le permite diversificar el riesgo sistémico provocado por la contracción de determinado subsector agropecuario. INTEROC S.A. cuenta con las certificaciones ISO 9001:2015 y OHSAS 18001:2007.

Las ventajas comparativas y competitivas son:

- INTEROC S.A. orienta sus estrategias y actividades de investigación y desarrollo a productos innovadores en los cuales la competencia sea mínima.
- INTEROC S.A. cuenta en su portafolio con productos de valor agregado, y de desarrollo interno, brindando al mercado productos competitivos diferenciados y con estándares de calidad internacional.
- El mercado agroquímico es altamente competitivo en precios y crédito por lo que una de sus fortalezas es su holgura financiera, la que le permite mermar sus márgenes de rentabilidad de ser necesario, para poder mantener su volumen y nivel de ventas.

Principales Competidores

El grado de innovación que presenta el emisor les otorga una ventaja significativa frente a sus competidores; así como la flexibilidad de precios al consumidor al momento de ofrecer sus productos. La alta inversión inicial, regulaciones legales y la mano de obra calificada que implica operar en la industria constituyen barreras de entrada para nuevos competidores. Los competidores directos varían acorde a la línea de productos; sin embargo, entre los más representativos se encuentran: Agripac, Ecuaquímica, Fertisa, Bayer, Farmagro, Adama, Pronaca (Semilla).

Principales Clientes

Al analizar la estructura de los clientes se evidencia dependencia moderada de sus principales clientes; sus 5 principales clientes a mayo de 2020 concentraron el 60,89% de la demanda de la empresa. Es importante destacar que la empresa concentra mayoritariamente su demanda en clientes del sector privado; no obstante, históricamente el emisor también presenta empresas públicas como clientes ocasionales. INTEROC S.A. pertenece a un grupo empresarial internacional especializado en la fabricación de productos químicos, la integración vertical en la cadena de producción que mantiene la empresa genera la presencia de empresas internacionales relacionadas dentro de sus principales clientes (INTEROC S.A. Colombia) con una participación del 13,13% a la fecha de corte de la información.

Las políticas de cuentas por cobrar a clientes se manejan de acuerdo con el tipo de cultivo y dependen del tipo de negocio, estas van desde 30 a 180 días, la empresa cuenta con manuales y procedimientos de política de cobranza y política regional de crédito.

Tabla 5. Principales Clientes

Cliente	% Participación 2019	% Participación may-2020
DR. AGRO S.A. DORAGRO	8,02%	13,16%
INTEROC S.A. COLOMBIA	8,99%	13,13%
IMPORTADORA Y COMERCIALIZADORA DE A	13,26%	12,35%
CONSORCIO PETROLERO BLOQUE 17	0,00%	11,42%
BAYAS DUARTE PEDRO	0,00%	10,84%
ALEXIS MEJIA REPRESENTACIONES CIA.	10,63%	9,91%
AGRIPAC S.A.	10,78%	7,63%
CRAIT CIA. LTDA.	9,17%	7,34%
FERTILIZANTES DEL PACIFICO FERPAFIC	10,56%	7,16%
AGRICOLA BRIONES BARRAGAN	0,00%	7,08%
Total	-	100,00%

Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Principales Proveedores

En lo que respecta a los proveedores del emisor se evidencia una concentración alta en sus principales proveedores. Analizando los 10 principales proveedores de la empresa, los 5 principales concentran el 84,08% de dependencia y se observa un incremento en la dependencia en mención de estos proveedores con respecto a diciembre del 2019. Los proveedores de INTEROC S.A. son mayoritariamente del sector eterno.

A nivel mundial los proveedores en el negocio donde se desenvuelve el emisor se concentran en grandes empresas multinacionales (mismas que cuentan con mecanismos de exclusividad comercial como las patentes) por ello el poder de negociación frente a estos es bajo. Las políticas de cuentas por pagar a proveedores se manejan de acuerdo con el tipo de producto y negociación, estas van desde 60 a 180 días. Al ser los proveedores mayoritariamente del sector externo, la prolongación de la emergencia sanitaria mundial podría ralentizar las actividades comerciales con los mismos.

Tabla 6. Proveedores

Proveedor	% Participación 2019	% Participación may-2020
GLYPHOCORP INC	45,14%	41,74%
DOW AGROSCIENCES DE COLOMBIA S.A.	11,39%	22,46%
AMVAC DE COSTA RICA S.R.L.	6,25%	10,89%
SUMITOMO CHEMICAL CHILE S.A.	0,00%	5,25%
JEBAGRO GMBH	7,72%	3,73%
NINGBO SUNJOY AGROSCIENCE CO., LTD	3,05%	3,64%
JIANGSU UNITED AGROCHEMICAL CO., LT	3,22%	3,23%
SHANDONG WEIFANG RAINBOW	0,00%	3,07%
INGREDION ECUADOR S.A	0,00%	3,06%
BAKER PETROLITE DEL ECUADOR S.A	4,83%	2,91%
Total	100,00%	100,00%

Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Perspectivas de Crecimiento de Ventas del Emisor

Los productos que ofrece INTEROC S.A., están derivados de sus cuatro unidades de negocios: agrícola, tratamiento de aguas y petróleo; químicos y salud pública; nutrición y sanidad animal. Estos son distribuidos a importantes marcas reconocidas nacional e internacionalmente.

La empresa presentó hasta el 2018 una tendencia creciente en sus ventas, con una concentración significativa en los meses de diciembre; no obstante, en el año 2019 las ventas decrecieron 8,42% con respecto al año anterior. Analizando las ventas de la empresa por línea de negocio, a la fecha de corte de la información, la línea de bananos sigue siendo la línea principal con una participación del 15,97% en el total de las ventas. Se evidencia un leve incremento de la participación en las líneas de Sierra y tratamiento de aguas.

Tabla 7. Estadística de Ventas (cifras en miles)

Línea de Negocio	May-19 (12 meses)		2019		May-20 (12 meses)	
	USD	%	USD	%	USD	%
Bananos	2.450	17,05%	10.688	14,20%	14.466	15,97%
Exportación	903	6,28%	3.529	4,69%	3.840	4,24%
Otros Cultivos	6.238	43,40%	34.831	46,29%	39.530	43,64%
Químicos	680	4,73%	4.449	5,91%	6.074	6,71%
Sanidad Animal	806	5,61%	3.637	4,83%	4.018	4,44%
Sierra	1.961	13,64%	10.099	13,42%	12.783	14,11%
Tratamiento de Aguas	1.334	9,28%	8.017	10,65%	9.870	10,90%
Ventas	14.372	100,00%	75.249	100,00%	90.581	100,00%

Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Para el 2020 la empresa estima un crecimiento del 0,2% en ventas. La relación comercial existente entre la empresa y los sectores agrícolas de importancia primaria para el país configuran un panorama de pronta recuperación. Los subsectores agrícolas como el banano con fuerte presencia en el mercado exportador se mantienen en normal desenvolvimiento. Por su parte, la demanda interna de productos en los cuales el emisor enfoca su estrategia de mercado (arroz, maíz, papa) se mantiene estable.

Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio

Tabla 8. Indicadores de Eficiencia y Rentabilidad

Eficiencia		Promedio Industria		INTEROC S.A.		
		2017	2018	Mayo-19	2019	Mayo-20
Días de cartera	d	122	393	246	247	241
Días de inventario	d	120	145	156	158	188
Días de proveedores	d	158	158	104	125	113
Ciclo de conversión de efectivo	d	83	380	297	279	316
Utilidad/Ventas	%	0,02	0,02	-3,70%	2,09%	3,86%
Ventas /Activo	%	0,81	0,74	70,36%	72,05%	69,26%
Margen Bruto / Venta	%	0,35	0,37	34,64%	37,25%	44,33%
ROA	%	0,02	0,02	-1,08%	1,51%	0,04%
ROE	%	0,08	0,07	-3,12%	4,41%	0,12%

Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Analizando los indicadores de eficiencia, los días de cuentas por cobrar presentan una tendencia creciente en el periodo 2017-2019, este deterioro corresponde a una disminución del volumen de ventas (principalmente de aquellos que representan transacciones con liquidez inmediata). Al mes de mayo mantuvo la tendencia ubicándose en 241 días. Cabe recalcar que el indicador se encuentra en una posición desfavorable con respecto al promedio de la industria.

Hasta diciembre del 2019 la empresa presentó una tendencia creciente en los días de inventario, cerrando el 2019 con 158 días (histórico de la empresa en el promedio del sector), sin embargo; las afectaciones en las actividades comerciales también aumentaron el indicador. A mayo del 2020 los días de inventario fueron de 188 días ubicándose por encima del promedio de la industria.

Los días de cuentas por pagar a la fecha de corte presenta una disminución. En lo que respecta a este indicador, la empresa se encuentra en una posición desfavorable con respecto al sector. Al mes de mayo del 2020 este indicador fue de 113 días. Por consiguiente, el ciclo de conversión de efectivo se deterioró significativamente a la fecha de corte.

La empresa presenta riesgos operativos en su línea de producción debido a la volatilidad de la materia prima utilizada para la elaboración de los bienes finales. Adicionalmente, se debe considerar los riesgos por causas externas (desastres naturales). Con el objetivo de mitigar estos riesgos, INTEROC S.A. cuenta con pólizas de seguro que cubren los ramos de multirriesgo, transporte, vehículos, valores, crédito, RC profesional y D&O.

Por su parte el margen bruto de la empresa presenta una tendencia decreciente durante el periodo 2016-2019, este decrecimiento se debe al aumento de precios de materia prima (que no puede ser trasladado al cliente de manera inmediata). Los costos representaron en promedio el 61,17% de los ingresos en el periodo en mención. Al mes de mayo del 2020 el margen bruto fue de USD 9,45 millones representando una disminución del 2,26% con respecto al mismo mes del 2019.

La rentabilidad de la empresa se deterioró presentando una utilidad neta de USD 42 mil. INTEROC S.A. presentó un mejor resultado en el resultado de la utilidad antes e impuestos, depreciación y amortización a la fecha de corte de la información con respecto a mayo del 2019; mientras que en la utilidad antes de impuestos los resultados presentaron un deterioro en el mismo por el peso que representaron los gastos financieros en mayo 2020 (USD 1,68 millones). Finalmente, los indicadores ROA y ROE fueron de 0,04% y 0,12 en mayo de 2020 respectivamente; históricamente estos indicadores se han mostrado en una posición favorable con respecto al rendimiento del sector.

RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

Evaluación de la Administración y Gobierno de la Corporación

La estructura accionarial de la empresa se concentra casi totalitariamente en el accionista institucional INTEROC S.A. (Perú), el capital suscrito y pagado de la compañía al corte de la información fue de USD 10,73 millones. El emisor presenta participación accionaria totalitaria en Galvani S.A.C. (domiciliada en la República de Perú). A continuación, se presenta el detalle. La empresa no presenta empresas vinculadas por accionistas.

Tabla 9. Accionistas

No.	Identificación	Nombre	Nacionalidad	Capital	% de Participación
1	se-q-00005023	INTEROC S.A.	Perú	\$ 10,730,610.00	99.99%
2	2786757	Custer Hallet Felipe Antonio	Perú	\$ 1.00	00.01%
Total				\$ 10,730,611.00	100.00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Acorde a la información de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la empresa cuenta con 4 administradores (gerente general, presidente, subgerente general y vicepresidente), mismos que se mantienen en una posición estable con una experiencia promedio de 5 años. Es importante destacar la experiencia de los administradores en el sector, ya que otorga un valor agregado frente a la toma de decisiones estratégicas empresariales. INTEROC S.A. cuenta con 5 empresas vinculadas por sus administradores, mismas que se desenvuelven mayoritariamente en sectores productivos no relacionados.

Gobierno de la Corporación

La junta de accionistas se posiciona en la cima de la estructura corporativa de la empresa, seguida de la presidencia ejecutiva y la gerencia general. Adicional a aquello INTEROC S.A. cuenta con 14 gerencias encargadas de coordinar temas operativos y administrativos. Es menester señalar que las gerencias se dividen por línea de productos y eje operacional.

El gerente general muestra experiencia y estudios de cuarto nivel, mitigando de esta manera riesgos relacionados a errores de administración corporativa. La empresa una estructura consolidada y ordenada, en donde además de los escalones gerenciales y accionarios se presentan gerencias técnicas y jefaturas. Se evidencia periodicidad en las reuniones entre los administradores y la gerencia (frecuencia mensual) y se documentan mediante actas de directorio.

Por su parte, el directorio se reúne bimensualmente a evaluar el desempeño de la empresa y tomar decisiones acordes al crecimiento institucional. El directorio está integrado por 5 directores titulares, 3 ejecutivos internos y 2 ejecutivos externos los que actúan como consultores. A la cabeza del directorio se encuentra el presidente ejecutivo de la corporación Custer. Este órgano administrativo principalmente hace seguimiento al plan estratégico y analiza la marcha del negocio.

Muestra clara del buen desempeño administrativo es la inexistencia de incumplimientos de obligaciones patronales o tributarias. En términos generales, la empresa muestra estabilidad y baja rotación en su nómina de colaboradores. Cabe señalar que existe comunicación fluida entre el directorio y la gerencia; así como la existencia de un manual de gobierno corporativo que está próximo a implementarse.

Política y Estrategia Corporativa

INTEROC S.A. ha establecido históricamente políticas corporativas alineadas a su estructura corporativa y acorde a las necesidades y capacidades reales del negocio. En el año 2019, la empresa dio cumplimiento a sus objetivos en el área de innovación (presentó 21 proyectos en este aspecto de los 15 esperados para el periodo); en el área de gestión comercial presentó un cumplimiento del 215% con ventas planeadas y registradas por USD 43 millones. Adicionalmente, la empresa consiguió la aprobación de 12 marcas y generó un informe de diagnóstico de la competencia comercial. Esto representó un cumplimiento del 100% en los 4 ejes planteados por la compañía.

Para el año 2020 la empresa mantuvo la planeación de objetivos enfocados en los mismos ejes estratégicos del periodo anterior. Se identificó falencias en la comunicación, planeación de mercadeo, concentración de proveedores y penetración de mercado; motivo por el cual las directrices organizacionales también están enfocadas en mejorar dichos aspectos. A continuación, se detallan los objetivos planteados para el año 2020:

- Eje de innovación se proyecta aprobar el pase a registro de por lo menos 4 formulaciones de agroquímicos.
- Eje de Gestión Comercial, incorporar la división de banano al programa planes de negocio por agricultor y sumar ventas de al menos US\$ 40 millones.
- Eje de la Marca Interoc S.A., obtener 4 registros de agroquímicos de Agrocalidad.
- Segundo Módulo de la Academia Comercial diseñado e implementado para la fuerza comercial de Interoc S.A.
- Alcanzar una participación de mercado en el segmento de semillas de maíz del 30%.
- Aumentar la participación de mercado en el segmento de agroquímicos; haciendo énfasis en cultivos bananos, arroz, maíz y papa.

Debido a la importancia del talento humano en el giro del negocio, el emisor mantiene una política firme de capacitación de personal por lo que en los últimos años ha solidificado sus programas de capacitación en salud y seguridad. Entre los principales temas impartidos están:

- Difusión de riesgos asociados a puestos de trabajo.

- Toxicidad de agroquímicos.
- Protección respiratoria.
- Contaminación ambiental.
- Atención de emergencias médicas.

Además, se lleva a cabo una actividad de formación diaria denominada “Diálogos de inicio de jornada”, que significan 930 horas hombre de capacitación adicionales al año. Los directivos y gerentes participan en diversos espacios de formación y capacitación como talleres, foros y congresos.

La empresa mantiene una política de desarrollo e innovación consolidada. Para el 2020 se tiene planificado desarrollar nuevos híbridos de semillas de arroz; así como nuevos acaricidas, fungicidas, herbicidas y nematocidas con mejor rendimiento. En lo que respecta a innovación, se espera efectuar el relanzamiento de 4 productos (Topgun, Emthane, Optiwáter, Arpón) enfocados principalmente a cultivo de bananos.

Es menester señalar que la corporación CUSTER (la cual engloba a INTEROC S.A.) creó en Perú en el año 1996, una organización privada sin fines de lucro, cuyo objetivo principal es apoyar a niños y jóvenes con carencias, desarrollando proyectos orientados a las áreas de educación y cultura.

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A., realizó el análisis del riesgo con base de los estados financieros auditados con opinión sin salvedades por la firma Moore Stephens & Asociados Cía. Ltda. para los años 2016, 2017 y por la firma BDO Ecuador Cía. Ltda. para el 2018 y 2019. Adicionalmente, se utilizó información interna de la empresa INTEROC S.A. con corte al 31 de mayo de 2020.

Mencionamos que los estados financieros internos fueron proporcionados por el Emisor para usarlos en el proceso de análisis de la calificación de riesgo, estos deben cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, señalando que el Emisor es el responsable que la documentación entregada a la Calificadora de Riesgo sea idéntica a la presentada a los organismos de control, sin perjuicio hacia la Calificadora de que se hallare diferencia entre la información entregada para la evaluación y la presentada al ente de control, asumiendo el Emisor el compromiso de entregar información verídica.

Tabla 10. Estructura Financiera (miles de dólares).

Periodo	Industria	2017	2018	Mayo-19	2019	Mayo-20	PROMEDIO 2017-2019
Activo	27.878	85.955	98.555	95.227	104.446	99.118	96.319
Pasivo	21.661	54.986	64.451	62.181	68.796	63.237	62.744
Patrimonio	6.217	30.969	34.104	33.046	35.651	35.881	33.574
Ventas	20.513	79.864	82.167	66.998	75.249	68.653	79.093
Margen Bruto	7.570	30.450	32.141	23.209	28.031	27.812	30.207
EBITDA	1.740	8.667	7.880	1.679	7.554	8.465	8.034
EBIT	820	7.276	6.607	1.412	6.460	7.401	6.781
EAT (Utilidad o Pérdida del periodo)	617	1.829	1.502	-2.477	1.573	2.647	1.635
Utilidad/Venta	2,21%	2,29%	1,83%	-3,70%	2,09%	3,86%	2,07%
Ventas / Total Activos	73,58%	92,91%	83,37%	70,36%	72,05%	69,26%	82,78%
Total Activos / Patrimonio	448,41%	277,55%	288,98%	288,17%	292,97%	276,24%	0,00
ROA	1,63%	2,13%	1,52%	-2,60%	1,51%	2,67%	1,72%
ROE	7,30%	5,91%	4,41%	-7,50%	4,41%	7,38%	4,91%
NOF/VENTAS	36,60%	59,22%	70,51%	72,35%	75,54%	73,66%	68,42%
FM/VENTAS	12,93%	42,98%	59,48%	61,36%	55,31%	63,62%	52,59%
Ebitda/ Gasto Financiero	2,82	2,52	2,26	0,42	1,73	1,93	0,00
Deuda/ Ebitda	0,92	3,63	5,43	24,71	6,34	5,11	0,01

Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Estructura Financiera

A diciembre del 2019 los activos de la empresa presentaron un valor de USD 104,45 millones, mostrando una tendencia creciente constante desde el 2017. Las cuentas que mayor peso tienen en los activos son clientes e inventarios. En el 2018 los activos financieros presentaron una disminución de 2,25% con respecto al año anterior. De manera detallada, los activos corrientes componen en promedio el 80,49% del total de activos. INTEROC S.A. presenta activos intangibles acorde al giro de negocio, mismos que presentaron un valor de USD 3,67 millones en diciembre de 2019. Al mes de mayo del 2020 el total de activos fue de USD 99,12 millones.

En lo que respecta a las cuentas por cobrar, estas se concentran principalmente en clientes comerciales; sin embargo, la cartera de clientes relacionados representa en promedio el 13,08% del total de activos financieros. Cabe destacar que las cuentas por cobrar relacionadas muestran una tendencia decreciente en los últimos dos periodos, cerrando a mayo de 2020 con una cifra de USD 4,68 millones. Al corte de la información las cuentas por cobrar fueron de USD 34,49 millones y se concentran en un 65,48% en cartera vencida (35,61% de esta vencida a más de 90 días). Si bien es cierto que la empresa ha manejado históricamente días de cartera elevados, existe un riesgo de no recuperar las cuentas en mención aumentadas dadas la complicada coyuntura económica que atraviesa la región. Es importante mencionar que el riesgo de recuperación de cartera se mitiga por el seguro de crédito con el que cuenta el emisor (valor asegurado de USD 20 millones).

Los inventarios de la empresa presentan un decrecimiento del 4,68% a diciembre del 2019, explicado por la disminución constante de las ventas mensuales, lo cual modificó la planificación de la empresa en este sentido. A mayo del 2020 la cuenta de inventarios presentó un valor de USD 21,32 millones (incremento del 12,55% con respecto a mayo de 2019), este incremento se debe principalmente al decrecimiento inesperado de las actividades comerciales por los efectos de la pandemia coronavirus. El inventario en tránsito de la empresa (importaciones en tránsito específicamente) presentó un saldo de USD 710,9 mil al corte de la información evidenciándose una reducción significativa con respecto al mes anterior (valor de inventario en tránsito en abril de 2020 superior a USD 4 millones).

El activo fijo de la empresa presenta una tendencia creciente hasta mayo del 2020, mes en donde el valor del mismo fue de USD 30,37 millones. Ese incremento corresponde a las variaciones de las cuentas por cobrar relacionadas a largo plazo, mismas que fueron de USD 5,69 millones en mayo de 2020. Al corte de la información, la empresa posee licencias y software por un valor de USD 1,3 millones; así como registro de productos por USD 2,2 millones en el desglose de sus activos intangibles.

En lo que respecta a los pasivos de la empresa, estos presentan una tendencia creciente hasta diciembre de 2019; no obstante, a mayo de 2020 se evidencia un decrecimiento. Históricamente la empresa ha enfocado su estrategia de fondeo en el largo plazo; sin embargo, en contexto de las necesidades de financiamiento crecientes por el difícil momento que atraviesa el país, en mayo de 2020 los pasivos corrientes representaron el 69,24% del total de pasivos. Dentro de los pasivos corrientes sobresalen los pasivos con costo; las obligaciones con instituciones financieras representaron en promedio un 8,58% del total de activos del 2016 al 2019, mientras que las obligaciones corrientes por los valores emitidos un 20,15% durante el mismo periodo. Al mes de mayo de 2020, estas obligaciones financieras a corto plazo presentaron un valor de USD 25,86 millones.

Por su parte, los pasivos no corrientes mostraron un decrecimiento del 7,66% en mayo de 2020 con respecto al mismo mes del 2019. Este decrecimiento se explica por las variaciones en el pasivo con costo a largo plazo, mismo que fue de USD 17,43 millones al corte de la información. Finalmente, en lo que respecta al estado de situación, el patrimonio de la empresa fue de USD 35,88 millones en mayo de 2020, significando un crecimiento del 8,58% con respecto al mismo mes del 2019.

Históricamente, los resultados acumulados representan el 51,23% del total de patrimonio; al corte de información los resultados acumulados fueron de USD 20,32 millones.

Estado de Resultados

Los ingresos de la empresa presentaron un decrecimiento del 8,42% en el comparativo de los años 2018 y 2019; mientras que realizando el mismo análisis entre mayo de 2019 y mayo de 2020 se evidencia un decrecimiento de los ingresos del 23,63%. Estos decrecimientos en los ingresos se deben a afectaciones comerciales por los efectos de la emergencia sanitaria, así como el retraso en la llegada del invierno (lo que afecta a las expectativas de la demanda de la empresa). Además, es importante mencionar que las ventas tienden a tener su pico en el último trimestre del año (factor relacionado a la temporalidad climática).

El margen bruto en términos proporcionales presenta un leve deterioro al corte de la información; no obstante, la EBITDA sí presenta un deterioro significativo en términos comparativos con los periodos anteriores, debido que los gastos operativos significaron el 36,77% de los ingresos, proporción superior al promedio histórico de los mismos (29,13%). Por su parte, la depreciación disminuyó en 7,73% en el comparativo al mes de mayo de los dos últimos periodos.

Los resultados EBIT presentan un deterioro en los últimos dos años con un valor de USD 6,46 millones a diciembre de 2019, sin embargo, en el comparativo de mayo en los dos últimos periodos la EBIT aumentó significativamente. Los gastos financieros de la empresa tienen un rol fundamental en la explicación de la utilidad neta deteriorada presentada por el emisor al corte de la información. En proporción a los ingresos, los gastos financieros en mayo de 2020 representaron el 7,87%; cifra superior al promedio histórico (5,16%); en este periodo los gastos mencionados fueron de USD 1,68 millones (variación de 0,47% con respecto a mayo de 2019). Adicionalmente al analizar el indicador de rotación de activos se evidencia dificultades al momento de alcanzar el punto de equilibrio en el mes de mayo 2020.

La empresa presenta un leve deterioro de la utilidad neta del ejercicio en el análisis histórico, con un valor de USD 1, 57 millones a diciembre de 2019 y de USD 42 mil en mayo de 2020. Realizando un análisis retrospectivo se observa que el emisor registro pérdidas netas en los primeros meses del año por el ciclo del negocio; resultados que se recuperan en el último trimestre del año. INTEROC S.A. no presenta otros resultados integrales.

Adecuación de las Finanzas a Corto Plazo

Las necesidades operativas de fondeo representan los recursos necesarios para financiar las operaciones habituales de la empresa. Para el año 2019 éstas se ubicaron en USD 56,84 millones y fueron inferiores a las necesidades operativas de fondo del periodo anterior, decrecimiento originado por variaciones en las cuentas de clientes e inventarios. Se estima que las necesidades operativas de fondeo para 2020 serán de USD 65,26 millones, dicha estimación se fundamenta en los supuestos proporcionados por la empresa, así como el rendimiento y correlación del negocio con la economía. Se espera un decrecimiento de los clientes del 3,5% por las afectaciones en las actividades comerciales; así como un aumento de la cuenta de inventarios, por las variaciones en los días de inventarios.

Por otra parte, el fondo de maniobra de la compañía, definido como los recursos de largo plazo disponibles para financiar las NOF, al año 2019 se ubicaron en USD 41,98 millones. Para el año siguiente, bajo las perspectivas de crecimiento de la economía y la empresa estas se calculan por un monto de USD 55,22 millones.

Históricamente, la empresa cubre sus en un porcentaje considerable sus necesidades operativas con recursos propios; sin embargo, cerca del 25% de estas se satisfacen a través de recursos externos.

Apalancamiento Financiero

Analizando el indicador de apalancamiento del total de pasivos con costo sobre el patrimonio, a la fecha de corte de información el indicador en mención fue de 1,76, representando una disminución de 0,12 puntos con respecto a mayo de 2019. El indicador se ha mantenido estable del 2017 al 2019 con una leve tendencia creciente. En este sentido, la empresa se encuentra con un mejor rendimiento con respecto al promedio del sector.

El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte fue de 1,93; representando un crecimiento sustancial con respecto a mayo de 2019. Como se mencionó en párrafos anteriores, el peso de los gastos financieros, así como el deterioro y ciclicidad de las ventas son factores fundamentales para explicar dicho resultado. En este sentido la empresa se encuentra en una posición desfavorable con respecto al sistema.

Por su parte, el ratio Deuda/Ebitda al corte de la información fue de 5,11 al corte de la información, representando una mejoría con respecto a diciembre y mayo del 2019 (periodo en donde el indicador fue de 6,34 y 24,71 respectivamente). Históricamente, este ratio presenta una tendencia creciente y se ubica en una posición desfavorable con respecto al rendimiento del sector (información del sector con corte al 2018).

Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la siguiente tabla. Estos supuestos se basan en el rendimiento histórico del sector, su relación con la tasa de crecimiento económico del país y los sectores relacionados. Las estimaciones de decrecimiento para el Ecuador (de acuerdo con estimaciones de entidades internacionales como Goldman Sachs y Banco mundial) bordean un valor de 7,5% en el mejor de los escenarios. Se considero una beta del sector de 0,6 para la actividad que desarrolla el emisor.

Tabla 11. Supuestos

SUPUESTOS						
ESCENARIO	AÑO	Creimiento en Ventas	Días de Cobro	Días de Inventario	Días de Proveedores	EBITDA/Ventas
ESTÁNDAR	2020	-5,42%	247	158	125	12,00%
	2021	1,45%	237	150	116	13,00%
	2022	1,45%	237	150	116	13,00%
	2023	3,61%	235	150	114	15,00%
	2024	3,61%	235	150	114	15,00%
PESIMISTA I	2020	-6,35%	264	160	123	11,18%
	2021	0,52%	253	152	114	12,11%
	2022	0,52%	253	152	114	12,11%
	2023	2,68%	251	152	112	13,98%
	2024	2,68%	251	152	112	13,98%
PESIMISTA II	2020	-7,28%	281	163	121	10,36%
	2021	-0,41%	269	154	113	11,23%
	2022	-0,41%	269	154	113	11,23%
	2023	1,75%	267	154	111	12,96%
	2024	1,75%	267	154	111	12,96%

Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Con base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre bajo cada uno de los escenarios. En el escenario estándar se obtuvo un flujo de caja libre deficitario de USD 2,68 millones. Adicionalmente se evidencia un nivel cobertura de los gastos financieros mediante el flujo de -1,59. Se concluye que el emisor no presenta buena capacidad de pago y cobertura en el corto plazo; no obstante, a partir del 2021 se evidencia holgura en el flujo de caja.

Tabla 12. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Estándar (miles de dólares)

ESCENARIO ESTÁNDAR						
	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas %	-5,42%	1,45%	1,45%	3,61%	3,61%	0,27%
Ventas	72.589	77.857	77.857	79.521	79.521	76.956
Ciclo de Conversión de Efectivo	280	271	271	271	271	273
Margen Bruto / Ventas	38,00%	40,00%	39,00%	38,50%	38,50%	38,88%
EBITDA / Ventas	12,00%	13,00%	13,00%	15,00%	15,00%	13,25%
Flujo de Caja Libre (FCL)	-2.684	4.772	6.996	4.912	6.057	3.499
FCL/Gastos Financieros	-1,59	2,32	3,16	1,98	2,27	1,47
Deuda/FCL	-19,99	14,02	11,45	19,01	17,60	6,12

Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En el escenario Pesimista I se obtuvo un flujo de caja libre deficitario de USD 6,16 millones. Adicionalmente se evidencia un nivel cobertura de los gastos financieros mediante el flujo de -3,19. Se concluye que el emisor no presenta buena capacidad de pago y cobertura en el corto plazo; no obstante a partir del 2021 se evidencia holgura en el flujo de caja.

Tabla 13. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista I

ESCENARIO PESIMISTA I						
	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas %	-6,35%	0,52%	0,52%	2,68%	2,68%	-0,66%
Ventas	71.876	77.144	77.144	78.808	78.808	76.243
Ciclo de Conversión de Efectivo	301	291	291	291	291	294
Margen Bruto / Ventas	38,00%	40,00%	39,00%	38,50%	38,50%	38,88%
EBITDA / Ventas	11,18%	12,11%	12,11%	13,98%	13,98%	12,35%
Flujo de Caja Libre (FCL)	-6.166	4.583	6.927	4.795	6.001	2.535
FCL/Gastos Financieros	-3,19	1,99	2,81	1,75	2,06	0,84
Deuda/FCL	-8,70	14,60	11,57	19,47	17,77	9,23

Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otra parte, en el escenario Pesimista II se obtuvo un flujo de caja libre deficitario de USD 9,56 millones. Adicionalmente se evidencia un nivel cobertura de los gastos financieros mediante el flujo de -4,42. Se concluye que el emisor no presenta capacidad de pago y cobertura en el corto plazo; no obstante a partir del 2021 se evidencia holgura en el flujo de caja.

Tabla 14. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista II

ESCENARIO PESIMISTA II						
	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas %	-7,28%	-0,41%	-0,41%	1,75%	1,75%	-1,59%
Ventas	71.163	76.431	76.431	78.095	78.095	75.530
Ciclo de Conversión de Efectivo	322	311	311	311	311	314
Margen Bruto / Ventas	38,00%	40,00%	39,00%	38,50%	38,50%	38,88%
EBITDA / Ventas	10,36%	11,23%	11,23%	12,96%	12,96%	11,44%
Flujo de Caja Libre (FCL)	-9.566	4.390	6.858	4.678	5.946	1.590
FCL/Gastos Financieros	-4,42	1,73	2,53	1,57	1,88	0,35
Deuda/FCL	-5,61	15,24	11,69	19,96	17,93	10,32

Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Analizando las proyecciones en su conjunto, se evidencia que el emisor presenta deterioro en el flujo para redimir el pasivo con costo en el escenario estándar, mismo que acorde a las expectativas del sector y la economía en su conjunto es el más robusto.. INTEROC S.A. muestra holgura y solvencia en el mediano plazo y largo plazo.

ANÁLISIS DE RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

- ❖ INTEROC S.A, se compromete durante la vigencia de la *Décimo Segunda Emisión de Obligaciones* a cumplir con los resguardos establecidos que señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera vigente, en su Art. 11, Sección I, Capítulo III, Título II, mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y/o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras existan valores-obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Posicionamiento del Valor en el Mercado

El Informe Bursátil Mensual sobre las negociaciones a nivel nacional presentado por la Bolsa de Valores de Quito, con información cortada al 31 de mayo de 2020 muestra que durante el mes de enero a mayo 2020 se negoció un total de USD 4.963.139 miles, correspondientes a la suma de USD 4.949.482 miles en valores en renta fija y USD 13.656 miles en valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta en el mes de mayo de 2020, en renta fija el 7% de los valores corresponden a papel comercial y el 4% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 333 emisores inscritos, de los cuales 179 pertenecen a la provincia del Guayas y 109 a la provincia de Pichincha, siendo las provincias con la mayor cantidad de emisores. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos son el 30% del sector comercial, un 28% del sector industrial y 14% de servicios.

Liquidez de los valores

Al analizar los indicadores de liquidez, se evidencia una liquidez corriente al mes de mayo de 2020 de 1,57. La liquidez corriente presenta una tendencia constante en el análisis histórico de datos. El promedio semestral de liquidez a la fecha de corte de la información fue de 1,57 cumpliendo de esta manera con la normativa establecida. Por su parte el capital de trabajo fue de USD 24,96 millones al corte de la información; no obstante, se evidencia una tendencia decreciente del indicador. Por su parte, la prueba ácida presentó un valor de 1,08 al mes de mayo del 2020, evidenciándose un deterioro con respecto al mismo mes del 2019.

El indicador de presencia bursátil ⁴permite medir la liquidez tanto de valores de renta fija y variable, es decir, que puede ser utilizado para identificar que tan frecuente es la negociación de ese valor en el mercado secundario. En el presente año la presente emisión no registra transacciones en el mercado secundario.

La calificadora opina que por tratarse de un indicador de transacciones en el mercado secundario en donde el dinamismo de transacciones es mínimo, el mismo no refleja la real liquidez de los valores.

Por otro lado, se puede decir que la calificación de riesgos es uno de los factores decisivos en la liquidez de los valores emitidos en el mercado bursátil.

En lo que respecta al cumplimiento de las garantías, y resguardos de ley se presenta en la siguiente tabla la posición del emisor referente estas:

⁴ Indicador Presencia Bursátil: No. de días negociados en el mes / No. de ruedas en el mes.

Tabla 15. Garantías y Resguardos de Ley

Componentes de Análisis del posicionamiento del valor en el mercado		2017	2018	2019	Mayo-20
1	Liquidez Corriente	1,50	1,56	1,52	1,57
2	Endeudamiento Patrimonial	1,78	1,89	1,93	1,76
Garantía o Protecciones Ofrecidas a la fecha de corte de Información					
Cumple	Garantía General	Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen			46,86%
Cumple	Resguardos de Ley	1. La razón de liquidez o circulante, promedio semestral			1,57
		2. Los Activos Reales sobre los Pasivos, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo			1,57
Cumple	Limite de Endeudamiento	Mantener la relación del pasivo total sobre patrimonio menor o igual a dos punto cinco (2,5).			1,76
Cumple	Limite de Endeudamiento	Mantener la relación deuda financiera total sobre patrimonio menor o igual a dos (2)			1,21
Cumple	Garantía Especifica	Contrato de Prenda Comercial Ordinaria, cuyo monto efectivo deberá cubrir, sin exceder, el 30% del saldo del capital vigente de la Emisión De Obligaciones, por lo que, a medida que vaya siendo amortizada, el monto efectivo de los activos en prenda se irá reduciendo proporcionalmente, manteniendo la relación del 30% antes señalada			Sí

Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Límite de Endeudamiento

El emisor para esta Emisión de Obligaciones mantendrá como límite de endeudamiento semestralmente la relación pasivo total sobre patrimonio menor o igual a dos punto cinco (2.5) veces, y también se compromete a mantener semestralmente la relación deuda financiera total sobre patrimonio menor o igual a dos (2) veces, durante el plazo que esté vigente este programa de papel comercial.

Acorde a la normativa se analizará a los activos que respaldan la emisión:

- Las Cuentas por cobrar comerciales al corte de la información fueron de USD 34,49 millones.
- Las Cuentas por inventario (respaldo por USD 5 millones) al corte de la información fueron de USD 21,33 millones.

Uno de los riesgos que puede afectar a la empresa en relación a la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados, es el crecimiento de la morosidad de cartera de clientes. 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. Adicionalmente, la contracción económica a causa de la pandemia mundial, generaría retraso y dificultad con los cobros; así como un mal manejo de las políticas de crédito por parte de la empresa.

Las cuentas por cobrar relacionadas al 31 de mayo de 2020 presentaron un saldo de USD 2,19 millones. El posible riesgo asociado a esta cuenta, es el crecimiento en sus índices de morosidad lo que afectaría la capacidad de pago del emisor. El detalle de las cuentas relacionadas comerciales se muestra a continuación:

Tabla 16. Detalle de saldos con compañías relacionadas

Detalle de Cuentas por Cobrar Relacionada		
Nombre	Mayo 2020	Tipo
INTEROC S.A. COLOMBIA	143.741	Relacionada Comercial
INTEROC S.A. PERÚ	(651.044)	Relacionada Comercial
INTEROC S.A. COSTA RICA	1.121.624	Relacionada Comercial
INTEROCUSTER COMERCIALIZADORA DE BOLIVIA	1.577.648	Relacionada Comercial

Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En lo que respecta al inventario, este podría verse afectado por posibles desastres naturales, robo, incendios. En relación a aquello, la empresa mitiga este riesgo con pólizas de seguro contra múltiples riesgos. Es importante considerar que la disminución del inventario generaría a su vez una disminución en los ingresos de la empresa.

Garantía Específica

La décimo segunda emisión cuenta con una garantía específica consistente en un Contrato de Prenda Comercial Ordinaria, cuyo monto efectivo deberá cubrir, sin exceder, el 30% del saldo del capital vigente de la Emisión De Obligaciones, por lo que, a medida que vaya siendo amortizada, el monto efectivo de los activos en prenda se irá reduciendo proporcionalmente, manteniendo la relación del 30% antes señalada. El detalle del contrato se presenta en la tabla a continuación:

Tabla 17. Descripción del contrato de prenda comercial

Contrato de prenda comercial INTEROC S.A.	
Emisor o Deudor	INTEROC S.A.
Obligacionistas	Son el o los titulares de las Obligaciones De Largo Plazo emitidas a su favor por el emisor, como parte de la Emisión de Obligaciones.
Depositaria	Srta. Zoraida Silvia Espinoza Ochoa, en su calidad de Contadora General de INTEROC.
Activos en Prenda	Son los inventarios de producto terminado –disponible para la venta que son de propiedad del INTEROC y que, para efectos de generar un esquema de fortalecimiento y respaldo para la Emisión de Obligaciones, el emisor los somete a prenda comercial ordinaria. En virtud de lo dispuesto en el numeral 4.3) de la cláusula cuarta del contrato de prenda comercial, el monto efectivo de los activos en prenda iniciales cubre la suma de Tres millones de Dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 3.000.000,00), que equivale a 30 % (treinta por ciento) del monto total de la Emisión de Obligaciones que es de hasta US\$ 10'000.000 (Diez millones de dólares de los Estados Unidos de América).
Representante de los obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.


Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

A la fecha de corte de la información, el total de inventarios terminado disponibles para la venta asciende a USD 3,11 millones, lo que significa un nivel de cobertura del 55,07% del saldo en circulación de la presente emisión.

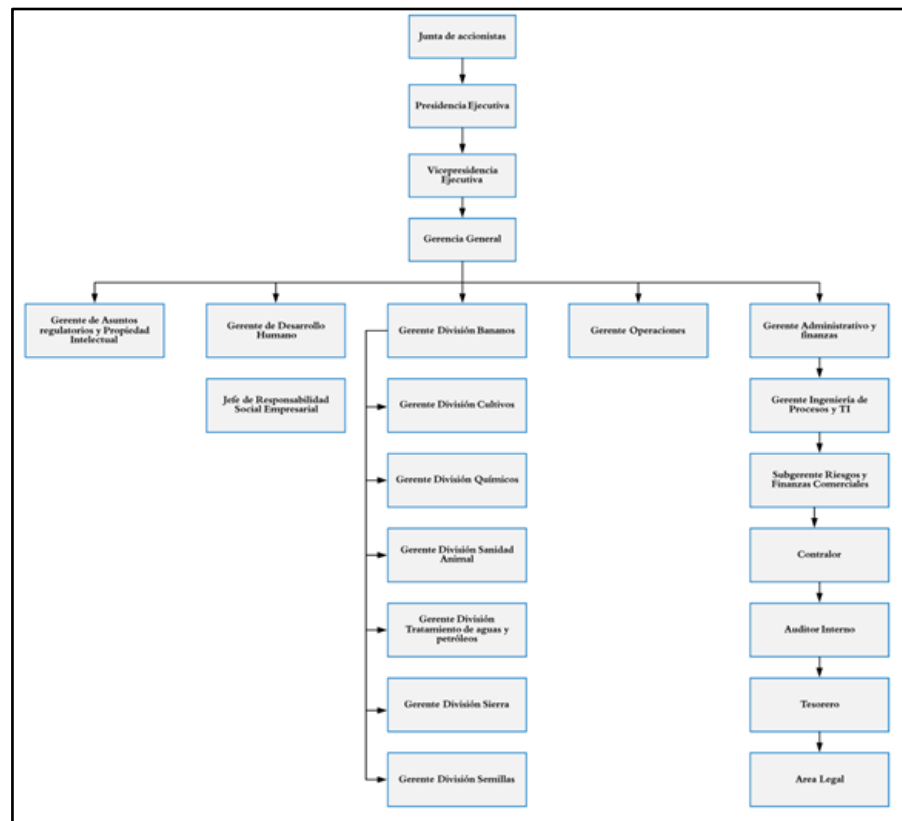
Riesgos Previsibles en el Futuro

- Factores externos políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda y se vea disminuido el volumen de ventas de la empresa.
- La generación de restricciones y cargos impositivos a las importaciones por parte del Gobierno ecuatoriano, en especial a productos que importa la compañía, podría ocasionar afectaciones a sus resultados.
- Tiempo en que tardaría a reactivarse la economía por la Emergencia Sanitaria de Covid-19

		
Ing. Natalia Cortez Gerente General		Econ. Mario Zambrano Analista

ANEXOS

Gráfico 2. Organigrama General de INTEROC S.A.



Fuente: INTEROC S.A.
 Elaboración: INTEROC S.A.

Tabla 18. Estado Situación Financiera (Expresado en Miles)

	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	Mayo-19	2019	Mayo-20	2016	2017	2018	2019	Mayo-20	2016-2017	2017-2018	2018-2019	may19-may20
TOTAL ACTIVOS	86.904	85.955	98.555	95.227	104.446	99.118	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	-1,09%	14,66%	5,98%	4,09%
ACTIVO CORRIENTE	73.798	73.050	78.204	66.661	75.953	68.751	84,92%	84,99%	79,35%	72,72%	69,36%	-1,01%	7,06%	-2,88%	3,13%
Efectivo	3.857	2.158	2.507	1.675	2.412	1.185	4,44%	2,51%	2,54%	2,31%	1,20%	-44,05%	16,18%	-3,79%	-29,29%
Cientes	48.446	48.680	52.825	45.792	51.638	45.983	55,75%	56,63%	53,60%	49,44%	46,39%	0,48%	8,51%	-2,25%	0,42%
Inventarios	17.581	18.279	21.682	18.949	20.667	21.326	20,23%	21,27%	22,00%	19,79%	21,52%	3,97%	18,62%	-4,68%	12,55%
Otros Activos Corrientes	3.913	3.933	1.190	246	1.236	257	4,50%	4,58%	1,21%	1,18%	0,26%	0,50%	-69,73%	3,84%	4,77%
ACTIVO NO CORRIENTE	13.107	12.905	20.351	28.566	28.493	30.367	15,08%	15,01%	20,65%	27,28%	30,64%	-1,54%	57,70%	40,01%	6,31%
Activos Tangibles	6.391	7.132	10.253	9.989	9.632	10.060	7,35%	8,30%	10,40%	9,22%	10,15%	11,60%	43,77%	-6,06%	0,71%
Activos Intangibles	5.360	4.635	3.961	3.750	3.673	3.499	6,17%	5,39%	4,02%	3,52%	3,53%	-13,53%	-14,53%	-7,28%	-6,71%
Otros Activos No Corrientes	1.356	1.138	6.136	14.827	15.188	16.808	1,56%	1,32%	6,23%	14,54%	16,96%	-16,06%	439,06%	147,51%	13,36%
TOTAL PASIVOS	57.764	54.986	64.451	62.181	68.796	63.237	66,47%	63,97%	65,40%	65,87%	63,80%	-4,81%	17,21%	6,74%	1,70%
PASIVO CORRIENTE	49.304	43.488	40.001	41.118	49.782	43.788	56,73%	50,59%	40,59%	47,66%	44,18%	-11,80%	-8,02%	24,45%	6,49%
Pasivo sin Costo CP (Proveedores)	10.416	17.352	16.672	12.693	16.447	12.862	11,99%	20,19%	16,92%	15,75%	12,98%	66,59%	-3,92%	-1,35%	1,33%
Pasivo con Costo CP (Bancarias+Obligaciones)	32.958	21.669	20.921	23.178	31.908	25.864	37,92%	25,21%	21,23%	30,55%	26,09%	-34,25%	-3,45%	52,52%	11,59%
Provisiones CP	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!
Otros Pasivos sin Costo CP	5.930	4.467	2.407	5.247	1.427	5.062	6,82%	5,20%	2,44%	1,37%	5,11%	-24,67%	-46,11%	-40,73%	-3,54%
PASIVO NO CORRIENTE	8.460	11.498	24.451	21.063	19.013	19.449	9,74%	13,38%	24,81%	18,20%	19,62%	35,90%	112,65%	-22,24%	-7,66%
Pasivo sin Costo LP	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!
Pasivo con Costo LP (Bancaria+Obligaciones)	6.604	9.751	21.903	18.317	15.960	17.429	7,60%	11,34%	22,22%	15,28%	17,58%	47,66%	124,61%	-27,13%	-4,85%
Otros Pasivos con Costo LP	0	0	486	0	986	0	0,00%	0,00%	0,49%	0,94%	0,00%	#;DIV/0!	#;DIV/0!	102,81%	#;DIV/0!
Provisiones LP	1.856	1.747	2.062	2.745	2.067	2.020	2,14%	2,03%	2,09%	1,98%	2,04%	-5,91%	18,03%	0,27%	-26,40%
PATRIMONIO NETO	29.140	30.969	34.104	33.046	35.651	35.881	33,53%	36,03%	34,60%	34,13%	36,20%	6,28%	10,12%	4,54%	8,58%
Capital	10.731	10.731	10.731	10.731	10.731	10.919	12,35%	12,48%	10,89%	10,27%	11,02%	0,00%	0,00%	0,00%	1,75%
Reserva	4.107	3.675	3.733	4.440	3.891	4.597	4,73%	4,28%	3,79%	3,72%	4,64%	-10,53%	1,60%	4,21%	3,54%
Otros resultados Integrales	960	0	3.124	0	3.124	0	1,10%	0,00%	3,17%	2,99%	0,00%	-100,00%	#;DIV/0!	0,00%	#;DIV/0!
Resultados Acumulados	13.342	16.564	16.516	18.907	17.905	20.323	15,35%	19,27%	16,76%	17,14%	20,50%	24,15%	-0,29%	8,41%	7,49%
Resultados del Ejercicio	0	0	0	-1.032	0	42	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,00%	#;DIV/0!	#;DIV/0!	-104,10%

Fuente: Informes Auditados e Internos INTEROC S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 19. Estado de Resultados (Expresado en Miles)

	ESTADO DE RESULTADOS EMISOR						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	Mayo-19	2019	Mayo-20	2016	2017	2018	2019	Mayo-20	2016-2017	2017-2018	2018-2019	may19-may20
INGRESOS	69.713	79.864	82.167	27.916	75.249	21.320	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	14,56%	2,88%	-8,42%	-23,63%
COSTO VENTA	41.253	49.414	50.027	18.246	47.218	11.869	59,18%	61,87%	60,88%	62,75%	55,67%	19,78%	1,24%	-5,61%	-34,95%
GANANCIA BRUTA	28.460	30.450	32.141	9.670	28.031	9.452	40,82%	38,13%	39,12%	37,25%	44,33%	6,99%	5,55%	-12,79%	-2,26%
GASTOS OPERATIVOS(Ventas+Adm)	22.671	21.783	24.260	8.971	20.477	7.840	32,52%	27,28%	29,53%	27,21%	36,77%	-3,92%	11,37%	-15,59%	-12,60%
EBITDA	5.789	8.667	7.880	700	7.554	1.611	8,30%	10,85%	9,59%	10,04%	7,56%	49,72%	-9,08%	-4,14%	130,26%
DEPRECIACIONES (dep)	1.569	1.391	555	52	684	48	2,25%	1,74%	0,68%	0,91%	0,22%	-11,34%	-60,10%	23,25%	-7,73%
AMORTIZACIONES (amr)	0	0	719	59	410	34	0,00%	0,00%	0,87%	0,54%	0,16%	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	-42,97%	-42,52%
EBIT	4.220	7.276	6.607	588	6.460	1.529	6,05%	9,11%	8,04%	8,58%	7,17%	72,41%	-9,20%	-2,22%	159,89%
GASTOS FINANCIEROS	4.377	3.434	3.487	1.671	4.377	1.679	6,28%	4,30%	4,24%	5,82%	7,87%	-21,56%	1,55%	25,52%	0,47%
OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS	-830	-454	-141	50	906	216	-1,19%	-0,57%	-0,17%	1,20%	1,01%	-45,29%	-68,98%	-743,44%	328,42%
EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA	-987	3.388	2.979	-1.032	2.990	66	-1,42%	4,24%	3,63%	3,97%	0,31%	-443,30%	-12,09%	0,36%	-106,42%
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	0	508	447	0	448	10	0,00%	0,64%	0,54%	0,60%	0,05%	#¡DIV/0!	-12,09%	0,36%	#¡DIV/0!
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	673	1.051	1.030	0	969	14	0,97%	1,32%	1,25%	1,29%	0,07%	56,24%	-2,06%	-5,93%	#¡DIV/0!
EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO	-1.660	1.829	1.502	-1.032	1.573	42	-2,38%	2,29%	1,83%	2,09%	0,20%	-210,19%	-17,85%	4,68%	-104,10%
OTRO RESULTADO INTEGRAL	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!	#¡DIV/0!
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO	-1.660	1.829	1.502	-1.032	1.573	42	-2,38%	2,29%	1,83%	2,09%	0,20%	-210,19%	-17,85%	4,68%	-104,10%

Fuente: Informes Auditados e Internos INTEROC

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 20. Indicadores Financieros (Expresado en Miles)

INDICADORES FINANCIEROS	2016	2017	2018	Mayo-19	2019	Mayo-20
LIQUIDEZ						
Capital de Trabajo	24.494	29.562	38.204	25.543	26.171	24.963
Liquidez	1,50	1,68	1,96	1,62	1,53	1,57
Prueba Ácida	1,14	1,26	1,41	1,16	1,11	1,08
SOLVENCIA						
Pasivo / Activo	0,66	0,64	0,65	0,65	0,66	0,64
Pasivo / Patrimonio	1,98	1,78	1,89	1,88	1,93	1,76
Pasivo / Ventas	0,83	0,69	0,78	0,93	0,91	0,92
Apalancamiento	2,98	2,78	2,89	2,88	2,93	2,76
ROTACIÓN						
Días de Cuentas por Cobrar	250	219	231	246	247	241
Días de Inventario	153	133	156	156	158	188
Días de Cuentas Por Pagar	91	126	120	104	125	113
Período de Conversión de Efectivo	313	226	267	297	279	316
RENTABILIDAD						
Margen Bruto/Ventas	40,82%	38,13%	39,12%	34,64%	37,25%	40,51%
Margen de Utilidad en Operaciones	6,05%	9,11%	8,04%	2,11%	8,58%	10,78%
EBITDA/Ventas	8,30%	10,85%	9,59%	2,51%	10,04%	12,33%
Utilidad Neta/Ventas	-2,38%	2,29%	1,83%	-3,70%	2,09%	3,86%
ROE	-5,70%	5,91%	4,41%	-7,50%	4,41%	7,38%
ROA	-1,91%	2,13%	1,52%	-2,60%	1,51%	2,67%
Dupont						
Margen Neto	-2,38%	2,29%	1,83%	-3,70%	2,09%	3,86%
Rotación Activo	0,80	0,93	0,83	0,70	0,72	0,69
Multiplicador de capital	2,98	2,78	2,89	2,88	2,93	2,76

Fuente: Informes Auditados e Internos INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 21. Amortización de capital Clase A

Fecha de Pago	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago de k+i
12/13/2018	\$ 363.000	\$ 88.000	\$ 451.000
3/13/2019	\$ 412.500	\$ 91.750	\$ 504.250
6/13/2019	\$ 412.500	\$ 83.500	\$ 496.000
9/13/2019	\$ 412.500	\$ 75.250	\$ 487.750
12/13/2019	\$ 412.500	\$ 67.000	\$ 479.500
3/13/2020	\$ 412.500	\$ 58.750	\$ 471.250
6/13/2020	\$ -	\$ 50.500	\$ 50.500
9/13/2020	\$ 412.500	\$ 50.500	\$ 463.000
12/13/2020	\$ 425.000	\$ 42.250	\$ 467.250
3/13/2021	\$ 425.000	\$ 33.750	\$ 458.750
6/13/2021	\$ 425.000	\$ 25.250	\$ 450.250
9/13/2021	\$ 837.500	\$ 16.750	\$ 854.250
TOTAL	\$ 4.950.500	\$ 683.250	\$ 5.633.750

Fuente: INTEROC S.A.
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 22. Amortización de capital Clase B

Fecha de Pago	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago de k+i
12/12/2018	\$ 312.500	\$ 103.125	\$ 415.625
3/12/2019	\$ 312.500	\$ 96.680	\$ 409.180
6/12/2019	\$ 312.500	\$ 90.234	\$ 402.734
9/12/2019	\$ 312.500	\$ 83.789	\$ 396.289
12/12/2019	\$ 312.500	\$ 77.344	\$ 389.844
3/12/2020	\$ 312.500	\$ 70.898	\$ 383.398
6/12/2020	\$ -	\$ 64.453	\$ 64.453
9/12/2020	\$ 312.500	\$ 64.453	\$ 376.953
12/12/2020	\$ 312.500	\$ 58.008	\$ 370.508
3/12/2021	\$ 312.500	\$ 51.563	\$ 364.063
6/12/2021	\$ 312.500	\$ 45.117	\$ 357.617
9/12/2021	\$ 312.500	\$ 38.672	\$ 351.172
12/12/2021	\$ 312.500	\$ 32.227	\$ 344.727
3/12/2022	\$ 312.500	\$ 25.781	\$ 338.281
6/12/2022	\$ 312.500	\$ 19.336	\$ 331.836
9/12/2022	\$ 625.000	\$ 12.891	\$ 637.891
TOTAL	\$ 5.000.000	\$ 934.570	\$ 5.934.570

Fuente: INTEROC S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 23. Necesidades Operativas de Fondos (Expresado en Miles)

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA								
CÁLCULO NOF	A.C.	+ Caja	2018	2019	2020	2021	2022	2023
		+ Clientes	2.507	2.412	2.585	2.773	2.773	2.832
		+ Inventarios	52.825	51.638	49.804	51.256	51.256	51.909
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores	21.682	20.667	31.859	32.441	32.441	33.134
		- Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos)	16.672	16.447	15.627	15.052	15.303	15.487
	NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	2.407	1.427	3.365	3.609	3.609	3.686
			57.935	56.843	65.256	67.808	67.557	68.702
FINANCIACIÓN	Incremento/Disminución NOF		-	-1,88%	14,80%	3,91%	-0,37%	1,70%
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	34.104	35.651	47.132	47.132	47.132	47.132
		+ Deudas largo plazo	21.903	15.960	20.343	27.132	33.920	40.709
		- Activos Inmovilizados	10.253	9.632	12.253	12.253	12.252	12.339
	F.M.	= Fondo de Maniobra	45.753	41.978	55.222	62.010	68.800	75.502
NOF-FM			12.181	14.864	10.035	5.798	-1.243	-6.799

Fuente: Informes Auditados e Internos INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Son los fondos necesarios para financiar las operaciones habituales en la empresa, puesto que se necesita dinero en Clientes (Cuentas por Cobrar), Existencias (Inventario) y el mantenimiento de una caja mínima; y son financiadas mayormente con las cuentas Proveedores y otros pasivos espontáneos (sin costo), cabe resaltar que no se toma en consideración las Obligaciones financieras con Instituciones Bancarias o la porción corriente de Obligaciones emitidas.

Las NOF son una consecuencia directa de las políticas operativas de una empresa, si una empresa cambia su periodo de cobro, de pago, o su nivel de inventario, sus NOF también cambiarán.

Tabla 24. Indicadores macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Desv.Estd Muestral	Z-Valor
INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES								
Inflación anual (%)	3,4	1,1	-0,2	0,3	-0,1	0,90	1,49	-0,65
Crecimiento PIB real (%)	0,1	-1,2	2,4	1,3	-0,1	0,49	1,38	-0,43
INDICADORES EXTERNOS								
Cuenta corriente / PIB (%)	-2,2	1,3	-0,3	-1,4	-0,07	-0,54	1,35	0,35
INDICADORES FISCALES								
Déficit (Superávit) del PGE / PIB (%)	-4,0	-5,6	-5,9	-3,7	-2,26	-4,26	1,48	1,35
Déficit (Superávit) del SPNF / PIB (%)	-6,0	-7,3	-4,5	-1,2	-0,1	-3,81	3,08	1,21
Deuda pública interna / PIB (%)	12,6	12,5	14,2	12,5	14,75	13,31	1,08	1,34
Deuda pública externa / PIB (%)	20,4	25,7	30,4	32,6	38,02	29,43	6,72	1,28
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS								
Crédito al sector privado OSD+OSF (millones \$)	28.162	29.886	34.743	39.980	44.537	35.462	6.850	1,32
OTROS INDICADORES								
Precio del Petróleo WTI	48,7	43,3	50,8	65,2	61,8	54,0	8	0,95
Promedio Anual EMBI-Riesgo País	995,5	994,9	621,3	641,1	677,6	786,1	172	-0,63

Fuente: World Economic Forum. B.M. Transparency International. The Economist Intelligence Unit. INEC. BCE. Min. de Fin.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.