
INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA)

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 067/2019, del 08 de mayo de 2019
Información Financiera cortada al 31 de marzo de 2019

Analista: Econ. Juan Fernando Espinoza
juan.espinoza@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), se dedica a la importación y distribución de suministros de oficina, útiles escolares, basados en políticas de bajos precios y productos con los más altos índices de calidad. Las marcas más representativas que tiene son: Artesco, Pelikan, Pegafan y Passola¹.

Revisión

Resolución No. SC.IMV.DJMV.DAYR.G.13.0000163, emitida el 10 de Enero de 2013

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 067/2019 del 08 de mayo de 2019 decidió otorgar la calificación de **“AA-” (Doble A menos)** a la Primera Emisión de Obligaciones – Cia. Importadora Regalado S.A. (COMIRSA), por un monto de dos millones de dólares (USD 2'000.000,00).

Categoría AA: “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 vería 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”.

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

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

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

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos de seis meses si la calificadora decide revisarla en menor tiempo.

La calificación otorgada a la Primera Emisión de Obligaciones – Cia. Importadora Regalado S.A. (COMIRSA), se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) fue constituida en Guayaquil mediante Escritura Pública el 17 de agosto de 2001 e inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón el 21 de diciembre de 2001.
- Su línea de negocios se relaciona con la importación y comercialización de útiles escolares y de oficina, sobre todo en las épocas de inicio de actividades escolares, donde se presenta mayor demanda. También mantiene stocks de productos durante el año, pues atiende también el segmento de empresa.

¹PASSOLA es marca propia.

- Su negocio es apoyado por la distribución a compradores mayoristas o distribuidores minoristas que venden al cliente final. También cuenta con sus locales propios, tanto Guayaquil (Matriz), así como dos sucursales en la misma ciudad. Adicionalmente, vendedores distribuyen sus productos a nivel nacional.
- Dentro de las marcas más representativas que la compañía distribuye están: ARTESCO, PELIKAN, PEGAFAN y PASSOLA, siendo las de mayores ventas registradas (importa su mercadería desde Perú, México, Colombia y China)
- Los ingresos de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) presentaron un comportamiento variable, pues pasaron de USD 12,82 millones en el año 2015 a USD 12,01 millones en diciembre de 2016, lo que estuvo relacionado directamente con la implementación de salvaguardias a las importaciones de una serie de productos de los cuales se compone la cartera de productos que comercializa la compañía. Para diciembre de 2017 y 2018 la tendencia se revierte; gracias a las estrategias implementadas por la compañía, es así que el total de ingresos ascendió de USD 12,44 millones a USD 14,33 millones. Para los cortes interanuales, los ingresos ordinarios presentaron un decremento de 1,74% (USD 4,67 millones marzo 2018 y USD 4,59 millones en marzo 2019). De acuerdo a lo indicado por la Administración la situación económica del país y el poco flujo de circulante, sumado a los feriados han sido los principales factores de este comportamiento.
- Los costos y gastos fueron cubiertos de forma adecuada por sus ventas, esto le permitió a la empresa generar un margen operativo positivo pero variable en función de sus ingresos, puesto que pasó de representar el 5,41% en 2017 a un 4,51% en 2018 (9,94% a marzo de 2019).
- La utilidad neta de la compañía presentó un comportamiento relativamente estable durante el periodo analizado, pues se mantuvo dentro del rango de los USD 200 mil, sin embargo, su representación sobre las ventas pasó de 2,13% en 2017 a 1,86% en diciembre de 2018. Por su parte, para marzo de 2018, la utilidad antes de impuestos fue inferior a la presentada en su similar de 2018, ya que luego de ubicarse en USD 0,42 millones (8,97% de las ventas) pasó a USD 0,36 millones (7,83% de las ventas), debido al registro de menores ingresos
- El EBITDA (acumulado) de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) se presentó creciente, pues pasó de USD 0,84 millones (7,03% de las ventas) en diciembre de 2016 a USD 0,93 millones (6,49% de las ventas) en diciembre de 2018, como efecto del incremento de su margen operativo. A marzo de 2019, el EBITDA (acumulado) se ubicó en USD 0,53 millones y representó el 11,53% de las ventas, valor ligeramente superior al registrado en marzo de 2018 cuando significó el 11,30% de las ventas (USD 0,52 millones). Los resultados mencionados anteriormente demostraron que el flujo propio generado por la compañía mantiene una cobertura suficiente sobre sus gastos financieros.
- El total de activos de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), presentó un comportamiento variable durante el período de análisis, alcanzando a diciembre de 2018 la suma de USD 9,60 millones, saldo que se incrementó en 11,01% en relación a diciembre de 2017 (USD 8,65 millones) producto principalmente del crecimiento de la cuenta contable inventarios (+18,45%). Para marzo de 2019, el crecimiento se mantiene, ascendiendo a USD 13,65 millones, efecto del importante incremento observado en cuentas por cobrar comerciales.
- El total de los pasivos de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), presentó una tendencia decreciente en el financiamiento de los activos durante el período comprendido entre el año 2015 y 2017, pasando de representar el 75,16% en el 2015 a 69,87% en el 2017, producto de la amortización normal de sus obligaciones con costo. Para diciembre de 2018, el financiamiento del pasivo total sobre el activo ascendió a un 72,39% como consecuencia de un mayor requerimiento de deuda.
- Entre los rubros más representativos, la deuda financiera (corto y largo plazo) se constituye como la más importante seguida por proveedores, cuentas contables que con corte a diciembre de 2018 fondearon el 39,56% y 29,48% del activo respectivamente (31,70% y 38,92%, marzo 2019).
- El patrimonio de la empresa presentó una tendencia creciente en términos monetarios a lo largo del periodo analizado, pues pasó de USD 1,78 millones (24,84% de los activos) en 2015 a USD 2,65 millones (27,61% de los activos) en 2018 y USD 3,01 millones (22,05% de los activos) en marzo de 2019, producto del aumento de las utilidades retenidas y del ejercicio.
- El apalancamiento de la compañía (pasivo total / patrimonio), estuvo determinado por el financiamiento de los recursos de terceros sobre la operación de la compañía, el mismo que mantuvo una tendencia creciente a partir del año 2017, pasando de 2,32 veces en ese año a 2,62 veces en 2018 y 3,54 veces en marzo 2019.

- Para todos los ejercicios económicos analizados, CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) presenta indicadores de liquidez (Razón Circulante) superiores o igual a la unidad, lo que indica que la compañía cuenta con los recursos de corto plazo necesarios para cubrir sus necesidades del mismo tipo.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 11 de octubre de 2012, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) resolvió aprobar el proceso de la Primera Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 2'000.000,00, a un plazo de hasta 2.160 días y amparada con garantía general.
- Posteriormente, con fecha 01 de noviembre de 2012, por medio de Escritura Pública se suscribió el contrato de dicha emisión ante la Notaría Séptima del Cantón Guayaquil, en la que comparecieron la compañía emisora, el Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A., como representante de obligacionistas y la Casa de Valores ADFIN S.A. como Agente Colocador.
- La Primera Emisión de Obligaciones de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 10 de enero de 2013, bajo Resolución No. SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.13.0000163.
- Con fecha 30 de enero de 2013, Casa de Valores Advfin S.A, inició la colocación de los valores, culminando la misma en un 100%, el 17 de mayo de 2013.
- Hasta el 31 de marzo de 2019, el saldo de capital por pagar a los inversionistas ascendió a la suma de USD 41.666,67.
- La Emisión de Obligaciones tiene en cuenta y cumplirá con los resguardos que señala la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros) Así mismo la compañía se compromete a mantener como resguardos a la Emisión lo siguiente:
 - ✓ Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros).
 - ❖ Al 31 de marzo de 2019, la compañía cumplió lo estipulado anteriormente.
- La compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la 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 marzo de 2019, los pasivos afectos de intereses de la empresa se mantienen en un 31,70% sobre el activo, dando cumplimiento al límite establecido.
- Al 31 de marzo de 2019, CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) presentó un monto de activos libres de gravamen de USD 8,20 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 6,56 millones; lo que permite establecer que el saldo de capital de la emisión de obligaciones se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa, presentando además una cobertura de 157,42 veces.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda, lo que se evidencia en la mayoría de sus resultados, ante lo cual los pagos a los inversionistas se han realizado con normalidad y en las fechas establecidas.

Riesgos Previsibles en el Futuro

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

- El negocio se enmarca en un mercado cíclico, pues sus mayores ventas se las realiza en los meses en que el período escolar da inicio en las regiones Costa y Sierra.

- Al mantener una amplia cartera de productos, muchos de los cuales son importados, las reglas arancelarias para las importaciones pueden variar, las cuales generarían un costo adicional sobre los precios determinados para la venta, tanto para el público en general o para distribuidores y compradores mayoristas.
- Ante la ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, el nivel de ingresos de los ecuatorianos se ve reducido y con ello su poder adquisitivo, lo cual sin duda podría ocasionar que la demanda de los productos que oferta la compañía disminuya, aunque son elementos necesarios para el desarrollo normal de las actividades educativas y de oficina, pues es difícil prescindir de este tipo de bienes.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.

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

Primero se debe establecer que los activos que respaldan la emisión son los documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados podrían ser los siguientes:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de los documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados que respalda la presente emisión serían escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes y por ende el cumplimiento de sus obligaciones con la compañía.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las ventas a crédito y por lo tanto podría determinar un riesgo de concentración en las cuentas por cobrar. Hay que mencionar que la atomización de las ventas no sólo se mide por el número de clientes sino también por la participación relativa de cada uno de ellos en el valor total de ventas.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Finalmente, el activo que respalda la presente emisión tendría un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación dependería fundamentalmente del normal proceso de recuperación y cobranza dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada cuenta por cobrar, así también, su liquidación podría también depender principalmente de que la empresa esté en operación.

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

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de Emisión de Obligaciones del 01 de noviembre de 2012.
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), del 11 de octubre de 2012.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2015, 2016, 2017 y 2018 de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 31 de marzo 2018 y 31 de marzo 2019.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).

- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

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

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

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

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

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

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 11 de octubre de 2012, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), la misma que estuvo conformada por el 100% de sus accionistas y que resolvió por unanimidad autorizar la primera emisión de obligaciones por un monto de hasta USD 2'000.000,00.

CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) como Emisor, Casa de Valores ADFIN S.A. como Agente Colocador y Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. en calidad de Representante de los Obligacionistas, con fecha 01 de noviembre del año 2012 y por medio de Escritura Pública celebrada ante Notaría Séptima del Cantón Guayaquil, suscribieron el contrato de Primera Emisión de Obligaciones – CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) El siguiente es un extracto de las principales características y condiciones de la emisión contenidas en el contrato al que se hace referencia.

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

| PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) | | | | | |
|---|--|------------------|------------|----------------------|--|
| Emisor | CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) | | | | |
| Monto | USD 2'000.000,00 | | | | |
| Moneda | Dólares de los Estados Unidos de América (USD) | | | | |
| Títulos de las obligaciones | Podrán ser emitidos de forma materializada o desmaterializada según solicitud del inversionista; si es desmaterializada se lo realizará a través del DECEVALE. Los títulos emitidos en forma materializada tienen un valor de USD 20.000,00. | | | | |
| Sistema de Colocación | Bursátil y extrabursátil | | | | |
| Rescates Anticipados | No contempla rescates anticipados. | | | | |
| Tipo de Oferta | Pública | | | | |
| Clase, Monto, Plazos | Clase | Monto | Plazo | Tasa de Interés Fija | |
| | Clase A | USD 1'500.000,00 | 1.800 días | 8,00% | |
| | Clase B | USD 500.000,00 | 2.160 días | 8,00% | |
| Fecha de emisión | Fecha en que se realice la primera colocación de la emisión. | | | | |
| Forma de cálculo de los intereses | Base comercial 360/360 | | | | |
| Amortización Capital | Se pagará cada 180 días (semestralmente) | | | | |
| Pago de intereses | Se pagará cada 180 días (semestralmente) | | | | |
| Destino de los recursos | 50% para Capital de trabajo y 50% para cancelar pasivos de un costo mayor o plazo menor. | | | | |
| Tipo de Garantía | Garantía General de acuerdo al Art. 162 Ley de Mercado de Valores. | | | | |
| Agente Colocador | Casa de Valores Advfin S.A. | | | | |
| Agente Pagador | CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. | | | | |
| Estructurador Financiero | Econ. Vicente Muñoz S. | | | | |
| Representante de Obligacionistas | Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. | | | | |
| Resguardos establecidos en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros) | <p>Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> Continuar manteniendo su política proactiva en cuanto a la comercialización y prudente en cuanto al crecimiento, privilegiando a la eficiencia frente al volumen, todo esto con la finalidad de preservar el cumplimiento de su objeto social, y así poder cumplir con sus clientes y sus acreedores de manera especial con los compradores de sus Obligaciones a Largo Plazo que emite la empresa en el Mercado de Valores. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros) | | | | |
| Límite de Endeudamiento | La compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos de la empresa. | | | | |

Fuente: Prospecto de Oferta Pública /Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta la tabla de amortización de capital y pago de intereses de la presente Emisión de Obligaciones:

CUADRO 2 y 3: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

| CLASE A | | | | | | CLASE B | | | | | |
|---------|-------------|------------|-----------|------------|--------------|--------------|-------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------|
| Días | Vencimiento | Capital | Interés | Dividendo | Amortización | Días | Vencimiento | Capital | Interés | Dividendo | Amortización |
| - | 30/01/2013 | | | | 1.500.000,00 | - | 17/05/2013 | | | | 500.000,00 |
| 180 | 30/07/2013 | 150.000,00 | 60.000,00 | 210.000,00 | 1.350.000,00 | 180 | 17/11/2013 | 41.666,67 | 20.000,00 | 61.666,67 | 458.333,33 |
| 360 | 30/01/2014 | 150.000,00 | 54.000,00 | 204.000,00 | 1.200.000,00 | 360 | 17/05/2014 | 41.666,67 | 18.333,33 | 60.000,00 | 416.666,67 |
| 540 | 30/07/2014 | 150.000,00 | 48.000,00 | 198.000,00 | 1.050.000,00 | 540 | 17/11/2014 | 41.666,67 | 16.666,67 | 58.333,33 | 375.000,00 |
| 720 | 30/01/2015 | 150.000,00 | 42.000,00 | 192.000,00 | 900.000,00 | 720 | 17/05/2015 | 41.666,67 | 15.000,00 | 56.666,67 | 333.333,33 |
| 900 | 30/07/2015 | 150.000,00 | 36.000,00 | 186.000,00 | 750.000,00 | 900 | 17/11/2015 | 41.666,67 | 13.333,33 | 55.000,00 | 291.666,67 |
| 1.080 | 30/01/2016 | 150.000,00 | 30.000,00 | 180.000,00 | 600.000,00 | 1.080 | 17/05/2016 | 41.666,67 | 11.666,67 | 53.333,33 | 250.000,00 |
| 1.260 | 30/07/2016 | 150.000,00 | 24.000,00 | 174.000,00 | 450.000,00 | 1.260 | 17/11/2016 | 41.666,67 | 10.000,00 | 51.666,67 | 208.333,33 |
| 1.440 | 30/01/2017 | 150.000,00 | 18.000,00 | 168.000,00 | 300.000,00 | 1.440 | 17/05/2017 | 41.666,67 | 8.333,33 | 50.000,00 | 166.666,67 |
| 1.620 | 30/07/2017 | 150.000,00 | 12.000,00 | 162.000,00 | 150.000,00 | 1.620 | 17/10/2017 | 41.666,67 | 6.666,67 | 48.333,33 | 125.000,00 |
| 1.800 | 30/01/2018 | 150.000,00 | 6.000,00 | 156.000,00 | - | 1.800 | 17/05/2018 | 41.666,67 | 5.000,00 | 46.666,67 | 83.333,33 |
| | | | | | | 1.980 | 17/10/2018 | 41.666,67 | 3.333,33 | 45.000,00 | 41.666,67 |
| | | | | | | 2.160 | 17/05/2019 | 41.666,67 | 1.666,67 | 43.333,33 | - |
| | | | | | | TOTAL | | 500.000,00 | 130.000,00 | 630.000,00 | |

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

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de marzo de 2019)

Con fecha 10 de enero de 2013, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, resolvió aprobar la Primera Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 2,00 millones, bajo la Resolución No. SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.13.0000163, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 16 de enero de 2013. Determinando además que el plazo de oferta pública de dicha emisión venció el 10 de octubre de 2013.

Colocación de los Valores

Con fecha 30 de enero de 2013, Casa de Valores Advfin S.A, inició la colocación de los valores emitidos por la compañía, siendo la Clase A colocada en su totalidad el mismo día, y la Clase B fue colocada de igual forma en un 100%, el 17 de mayo de 2013.

Saldo de Capital

Hasta el 31 de marzo de 2019, el saldo de capital por pagar a los inversionistas ascendió a la suma de USD 41.666,67, luego de cancelar el décimo primer dividendo de la clase B. Con respecto a la clase A, esta se canceló en su totalidad el 30 de enero de 2018.

Garantías y Resguardos

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

- ✓ Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas.
- ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros).

❖ Al 31 de marzo de 2019, la compañía cumplió con los resguardos listados anteriormente.

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

Así mismo la Junta General Extraordinaria de Accionistas se compromete a mantener como resguardo de la emisión lo siguiente:

- Continuar manteniendo su política proactiva en cuanto a la comercialización y prudente en cuanto al crecimiento, privilegiando a la eficiencia frente al volumen, todo esto con la finalidad de preservar el cumplimiento de su objeto social, y así poder cumplir con sus clientes y sus acreedores de manera especial con los compradores de sus Obligaciones a Largo Plazo que emite la empresa en el Mercado de Valores.

❖ Al 31 de marzo de 2019, la compañía cumplió lo estipulado anteriormente.

Límite de Endeudamiento

La compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la 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 marzo de 2019, los pasivos afectos de intereses de la empresa se mantienen en un 31,70% sobre el activo, dando cumplimiento al límite establecido.

Activos Libres de Gravamen

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por una Garantía General otorgada por CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) como emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la empresa. Dicho esto, se pudo evidenciar que al 31 de marzo de 2019, CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), alcanzó un total de activos de USD 13,65 millones, de los cuales el 60,05% corresponde a activos libres de gravamen. A continuación, se evidencia el detalle de lo mencionado:

CUADRO 4: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN DE LA COMPAÑÍA, 31 DE MARZO 2019 (USD)

| Concepto | Monto (USD) | Participación |
|---------------------------|------------------|----------------|
| Disponibles | 376.194 | 4,59% |
| Exigibles | 4.678.089 | 57,06% |
| Realizables | 1.897.887 | 23,15% |
| Propiedad, plata y equipo | 877.059 | 10,70% |
| Otros Activos Corrientes | 369.553 | 4,51% |
| TOTAL | 8.198.781 | 100,00% |

Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. procedió a verificar que el certificado de activos libres de todo gravamen de la empresa, con información financiera cortada al 31 de marzo de 2019, esté dando cumplimiento a lo que estipula la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros), que señala que: el monto máximo de las emisiones amparadas con garantía general no podrán exceder el 80,00% del total de Activos Libres de todo Gravamen descontados los activos diferidos, los activos que se encuentran en litigio, el monto no redimido de cada emisión de obligaciones en circulación, y de cada proceso de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan y en los que el emisor haya actuado como originador y como garante; así como los derechos fiduciarios de fideicomisos en garantía, en los que el emisor sea el constituyente o beneficiario.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de marzo de 2019, presentó un monto de activos libres de gravamen de USD 8,20 millones, siendo el 80,00% de los mismos USD 6,56 millones, determinando de esta manera que el saldo de capital de la emisión, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Por otro lado, se pudo apreciar que el 80,00% de los activos libres de gravamen de la compañía presentaron una cobertura de 157,42 veces sobre el saldo de capital de la Emisión.

CUADRO 5: CÁLCULO DEL 80% ACTIVOS LIBRES DE TODO GRAVAMEN DE LA COMPAÑÍA

| Descripción | mar-19 |
|--|------------------|
| | Valor (USD) |
| Total Activos (USD) | 13.652.705 |
| (-) Activos Gravados (USD) | 5.453.924 |
| Activos Libres de Gravámenes (USD) | 8.198.781 |
| 80.00% Activos Libres de Gravámenes (USD) | 6.559.025 |
| (a) Activos Diferidos (USD) | - |
| (b) Activos en Litigio (USD) ² | - |
| (c) Monto no redimido de Obligaciones en circulación y titularizaciones (USD) ³ | - |
| (d) Derechos Fiduciarios (USD) ⁴ | - |
| Monto Máximo de Emisión = 80% Activos Libres de Gravamen menos a), b), c), y d) | 6.559.025 |
| Saldo de capital Emisión de Obligaciones | 41.667 |
| Total Activos Libres de Gravámenes / Saldo de la Emisión (veces) | 196,77 |

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

³ En los que el Emisor haya actuado como Originador.

⁴ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados.

| | |
|--|---------------|
| 80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo de la Emisión (veces) | 157,42 |
| Monto Máximo de Emisión / Saldo de la Emisión (veces) | 157,42 |

Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de marzo de 2019, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto total no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa ofrece una cobertura de 0,77 veces⁵ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Proyecciones del Emisor

Las proyecciones financieras realizadas por el estructurador, para el período que comprende la emisión (6 años), arrojan las cifras contenidas en el cuadro que a continuación se presenta y que resume el estado de resultados integrales proyectado de la compañía, de acuerdo al cual, al finalizar el año 6, CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) tendría una utilidad neta de USD 322,92 miles.

CUADRO 6: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

| Rubro | Año 1 | Año 2 | Año 3 | Año 4 | Año 5 | Año 6 |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ingresos | 14.470.767 | 15.049.965 | 15.351.074 | 15.504.000 | 15.581.591 | 15.647.103 |
| Costo de Ventas | 11.484.742 | 11.944.424 | 12.183.399 | 12.304.769 | 12.366.349 | 12.418.343 |
| Utilidad Bruta | 2.986.025 | 3.105.541 | 3.167.675 | 3.199.231 | 3.215.242 | 3.228.760 |
| Gastos de operacionales | 2.282.719 | 2.366.411 | 2.421.999 | 2.462.969 | 2.496.890 | 2.530.342 |
| Utilidad Operacional | 703.306 | 739.130 | 745.676 | 736.262 | 718.352 | 698.418 |
| Gastos Financieros | 179.770 | 192.462 | 205.566 | 218.536 | 231.101 | 243.155 |
| Otros Ingresos/Egresos | 864 | 898 | 916 | 926 | 931 | 935 |
| Utilidad Antes de Participación e Impuestos | 524.400 | 547.566 | 541.026 | 518.652 | 488.182 | 456.198 |
| Participación de Trabajadores | 78.660 | 82.135 | 81.154 | 77.798 | 73.227 | 68.430 |
| Impuesto a la renta | 70.506 | 77.546 | 76.717 | 73.660 | 69.380 | 64.851 |
| Utilidad Neta | 375.234 | 387.885 | 383.155 | 367.194 | 345.575 | 322.917 |

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Los supuestos utilizados en la proyección de ingresos consideran el comportamiento histórico de las mismas, e incluyen una tendencia creciente durante el periodo proyectado, pues pasarían de registrar USD 14,47 millones en el año 1 a USD 15,65 millones en el año 6.

Los costos de venta se estimaron en base a parámetros históricos promedios. Es así que, los costos de ventas significarían un promedio anual para el periodo proyectado de 79,37% de las ventas, similar al promedio anual del periodo analizado. Consecuentemente, la compañía registraría un margen bruto de USD 2,99 millones en el año 1 y USD 3,23 millones en el año 6. Es decir, corresponde a una participación promedio de 20,63%.

Los gastos operativos incluyen las mismas consideraciones; es así que los gastos operacionales (administrativos y de ventas) presentarían una participación sobre las ventas en promedio de 15,89% de las mismas. Con dichas consideraciones la utilidad operacional de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), se presenta positiva y creciente para los periodos proyectados en términos absolutos y alcanzaría USD 0,70 millones en el año 1 y finalizando el año 6 con un similar USD 0,70 millones.

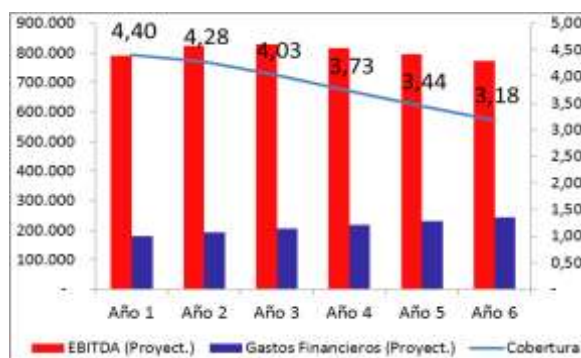
Los gastos financieros, son proyectados en función de los intereses que generan las deudas con costo vigentes, considerando además los intereses de la emisión de obligaciones. Deduciendo de la utilidad operacional los gastos financieros e incluyendo otro tipo de ingresos o egresos, la compañía arrojaría una utilidad antes de impuestos y participación que pasaría de USD 0,52 millones en el año 1 a USD 0,46 millones en el año 6.

Después de la deducción de la participación de trabajadores sobre la utilidad, así como el impuesto a la renta la compañía presentaría utilidad neta para el periodo analizado, la misma alcanzaría USD 0,32 millones para el año 6.

⁵ (Activos libres de gravamen – obligaciones en circulación) / (Pasivos - obligaciones en circulación)

Adicionalmente, como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante los periodos proyectados. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva por parte del EBITDA frente a los gastos financieros que pasaría de 4,40 veces en el año 1 a 3,18 veces en el año 6, como se refleja en el gráfico a continuación.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otra parte, se estiman según las proyecciones remitidas un flujo de operaciones proyectado que incluyen los resultados de cada año analizado, y depreciaciones y amortizaciones como rubro que no considera salida de efectivo de la compañía. Este se mantiene positivo en todos los años de proyección y se refleja creciente para todos los años. Posteriormente, se incluyen a dicho flujo incremento de pasivos, que aportan al financiamiento de la operación de la compañía, que de igual forma se presenta positivo a lo largo de las proyecciones pero con una tendencia descendente.

CUADRO 7: FLUJO DE OPERACIONES PROYECTADO (USD)

| Rubro | Año 1 | Año 2 | Año 3 | Año 4 | Año 5 | Año 6 |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Flujo de operaciones proyectado | 463.224 | 472.904 | 465.302 | 446.567 | 422.267 | 397.020 |
| Flujo de fondos disponibles proyectado | 852.940 | 932.504 | 926.963 | 905.209 | 874.517 | 841.820 |

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, la Calificadora realizó un análisis de sensibilidad de los flujos proyectados, incrementando en un 1,24% el costo de ventas, variación que sería el límite en el cual puede soportar el flujo proyectado, el cual mantendría una cobertura sobre los gastos financieros.

Comparativo de Resultados Reales vs. lo Proyectado

Las ventas para el año 2018, alcanzaron un cumplimiento de 92,00% frente a lo proyectado para el mismo periodo y al deducir los costos de ventas la utilidad bruta alcanzó un nivel de cumplimiento del 108,39%. Por otro lado, el saldo de gastos de operación se ubicó por encima del proyectado (113,65% de cumplimiento), lo que determinó un cumplimiento en su Utilidad Operacional de 90,09%. Finalmente, después de descontar los gastos financieros y otros ingresos y gastos, la utilidad neta de la compañía registró un cumplimiento de 77,26%.

Para marzo de 2019, se realizó el análisis comparativo con el Estado de Resultados proyectado al cierre del año 2019 esperando un cumplimiento de al menos el 25,00%. Por lo mencionado, las ventas alcanzaron un cumplimiento del 29,33% y al deducir los costos de ventas y gastos operativos, la utilidad operativa alcanzó un nivel de cumplimiento del 65,33%. Finalmente, la utilidad antes de impuestos registró un cumplimiento de 78,80% del valor proyectado al cierre del año 2019.

CUADRO 8: COMPARATIVO PROYECCIONES VS SITUACIÓN REAL (USD)

| Rubro | Proyectado 2018 | Real 2018 | % de cumplimiento | Proyectado 2019 | Real I TRIM 2019 | % de cumplimiento |
|-----------------|-----------------|------------|-------------------|-----------------|------------------|-------------------|
| Ingresos | 15.581.591 | 14.334.398 | 92,00% | 15.647.103 | 4.589.610 | 29,33% |
| Costo de Ventas | 12.366.349 | 10.849.474 | 87,73% | 12.418.343 | 3.474.424 | 27,98% |
| Utilidad Bruta | 3.215.242 | 3.484.924 | 108,39% | 3.228.760 | 1.115.186 | 34,54% |

| | | | | | | |
|------------------------------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Gastos de operacionales | 2.496.890 | 2.837.734 | 113,65% | 2.530.342 | 658.897 | 26,04% |
| Utilidad Operacional | 718.352 | 647.190 | 90,09% | 698.418 | 456.289 | 65,33% |
| Gastos Financieros | 231.101 | 331.368 | 143,39% | 243.155 | 106.731 | 43,89% |
| Otros Ingresos/Egresos | 931 | 152.728 | 16404,73% | 935 | 9.948 | 1063,97% |
| Utilidad Antes de Impuestos | 488.182 | 468.550 | 95,98% | 456.198 | 359.506 | 78,80% |
| Impuesto a la renta | 69.380 | 131.269 | 189,20% | 64.851 | 0 | 0,00% |
| Participación de trabajadores | 73.227 | 70.283 | 95,98% | 68.430 | 0 | 0,00% |
| Utilidad Neta | 345.575 | 266.998 | 77,26% | 322.917 | 359.506 | 111,33% |

Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

Con corte a diciembre de 2018, el flujo de efectivo al final del periodo se ubicó por debajo del flujo proyectado, no obstante, este fue positivo, evidenciando que la compañía generó los recursos propios suficientes para cubrir sus necesidades y cumplir con sus compromisos.

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

Riesgo de la Economía **Sector Real**

De acuerdo con las previsiones realizadas por la ONU, el crecimiento mundial se mantendrá en el 3,0% en 2019 y 2020, tras una expansión del 3,1% en 2018. En los Estados Unidos se prevé que el crecimiento se ralentice hasta el 2,5% en 2019 y el 2% en 2020 a medida que se disipa el estímulo fiscal de 2018. En el caso de la Unión Europea se prevé un crecimiento estable del 2,0%, con posibles riesgos hacia la baja. En China se prevé que el crecimiento se reduzca moderadamente, del 6,6% en 2018 al 6,3% en 2019. La ralentización del crecimiento en China y en Estados Unidos también podría reducir la demanda de productos básicos, lo que afectaría a los exportadores de esos productos de África y América Latina⁶.

Las cifras de crecimiento mundial no reflejan las fragilidades y el ritmo desigual del progreso económico en todo el mundo. Si bien las perspectivas económicas a nivel mundial han mejorado en los dos últimos años, en varios países en desarrollo se ha producido una disminución de los ingresos per cápita. Según la ONU, se prevén disminuciones o un débil crecimiento del ingreso per cápita en 2019 en América Latina y el Caribe, donde persiste inestabilidad, como la constricción de las condiciones financieras; los efectos de las huelgas; la incertidumbre política; y las tensiones comerciales. Los pronósticos realizados por El Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial, la ONU y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) consideran que la región se verá afectada por un menor flujo de capital, mayor volatilidad en los mercados internacionales y las tensiones entre Estados Unidos y China, entre otros factores.

⁶ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP2019_BOOK-ES-sp.pdf

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un lento crecimiento económico para el año 2019. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por la ONU, en 2019 el país crecerá un 0,9% y un 1,2% en 2020, después de presentar un crecimiento de 1,0% en 2018. La CEPAL estima un crecimiento del 0,9% en 2019⁷. De igual forma, el FMI⁸ y el Banco Mundial⁹, ubican las estimaciones de crecimiento del país en 0,7% al cierre del 2019. Para el Banco Central del Ecuador (BCE), la economía crecería un 1,4% en 2019.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a marzo de 2019 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

| Rubro | Valor | Rubro | Valor |
|---|-----------|--|----------|
| PIB real (millones USD 2007) III trimestre 2018 | 18.064,20 | Crecimiento anual PIB (t/t-4) III trimestre 2018 | 1,37% |
| Deuda Externa Pública como % PIB (enero - 2019) | 32,62% | Inflación mensual (febrero - 2019) | -0,23% |
| Balanza Comercial Total (millones USD) ene 2019 | -247,82 | Inflación anual (febrero - 2019) | 0,16% |
| Reservas Internacionales (millones USD al 15 de marzo 2019) | 3.878,57 | Inflación acumulada (enero-febrero - 2019) | 0,24% |
| Riesgo país (21 - marzo - 2019) | 591 | Remesas (millones USD) año 2018 | 3.030,58 |
| Precio Barril Petróleo WTI (USD al 21 - marzo- 2019) | 59,98 | Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2018) | 4,80% |

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

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹⁰. Al tercer trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 18.064,20 millones y reflejó una variación interanual de 1,37% y un crecimiento trimestral de 0,88%, donde el gasto de consumo final de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia en la variación interanual¹¹.

Durante enero 2019, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 1.904,78 millones, siendo superior en 5,48% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2018 (llegó a USD 1.805,85 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en: bienes de capital (11,9%), bienes de consumo (8,7%), materias primas (3,6%) y productos diversos (197,7%); mientras que fue menor en combustibles y lubricantes (-5%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones** totales en enero de 2019 alcanzaron USD 1.656,96 millones, siendo inferior en 8,27% frente al mismo mes del 2018 (que alcanzó USD 1.806,32 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -0,9%; de igual forma, en valor FOB, las ventas externas de petróleo decrecieron un 18,14%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 59 durante enero 2018 a USD 48,8 en 2019. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero de 2019 disminuyeron en 0,7% frente al mismo periodo del 2018, alcanzando USD 1.017,75 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, por la Cámara de Representantes de Estados Unidos¹², así como el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

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

⁷ <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

⁸ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

⁹ <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

¹⁰ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-economia-2017>

¹¹ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

¹² <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo¹³. A través de la ronda petrolera "Intracampos", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país¹⁴. La OPEP y sus aliados, anunciaron en diciembre 2018 una reducción conjunta de su producción petrolífera de 1,2 millones de barriles diarios al primer semestre de 2019, para evitar un exceso de oferta y frenar así la caída de los precios que se evidencia desde octubre 2018. Ecuador deberá reducir 2,5% de una producción de 524.000 barriles diarios. Actualmente, Ecuador tiene una producción de 515.000 barriles diarios¹⁵.

El precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, ascendió a USD 70,98 en julio, y cae a USD 49,52 a diciembre de 2018 (USD 57,41 a marzo 2019). La proforma presupuestaria 2019, estima un valor de USD 50,05 para las exportaciones de petróleo.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias a febrero de 2019 sumó USD 2.335,13 millones, siendo un -0,60% inferior a lo registrado entre enero y febrero de 2018 (USD 2.321,23 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 1.228,32 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 621,50 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 203,66 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 157,14 millones¹⁶.

La **inflación** anual de precios en febrero 2019 fue de 0,16%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa desde septiembre 2017 hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en -0,23%, lo que se debe, principalmente a la variación en los precios de los segmentos de transporte; recreación y cultura; y, alimentos y bebidas no alcohólicas.

En referencia al **salario nominal promedio**, para el año 2019, se fijó en USD 459,61¹⁷; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 394,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en 109,05 a febrero de 2019¹⁸. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a febrero de 2019, ésta se ubicó en USD 717,79¹⁹, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 735,47 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 102,46% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a diciembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar; de ésta, el 65,6% se halla económicamente activa (8,03 millones de personas). Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 3,7% (4,6% a

¹³ <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

¹⁴ <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

¹⁵ <http://noticiasbvg.com/la-cotizacion-del-petroleo-cae-pese-al-recorte-de-la-opep/>

¹⁶ <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

¹⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201902.pdf>

¹⁸ Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2014=100.

¹⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Precios/Indices/PSEMensual.htm>

¹⁹ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2019/Febrero-2019/Boletin_tecnico_02-2019-IPC.pdf

diciembre 2017) y el **empleo bruto nacional** se ubicó en 63,2% (64,6% a diciembre 2017), donde el **empleo adecuado** fue de 40,6%, inferior en 1,7% al registrado en diciembre 2017 (42,3%)²⁰. Estas variaciones son estadísticamente significativas. Los resultados de la encuesta muestran además un incremento significativo de la tasa de otro empleo no pleno que pasó de 24,1% en diciembre 2017 a 28,8% en diciembre 2018. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral²¹.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 23,2% a diciembre 2018, implicando un incremento de 1,7% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 8,4% a diciembre de 2018, reflejando un incremento de 0,5% en relación a diciembre de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (9,9%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (2,4%), mientras que Cuenca presenta la menor tasa de pobreza (4,2%) y menor pobreza extrema (0,8%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde estos indicadores superan a los obtenidos en las ciudades; así, la pobreza en el área rural alcanzó el 40,0% en diciembre 2018. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre 2018 se ubicaron en USD 84,79 y USD 47,78 mensuales por persona respectivamente²².

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,67% para marzo de 2019, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 8,75%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,08%²³.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron más restrictivos en el otorgamiento de los créditos productivo y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue negativo. En cambio, los créditos de consumo fueron menos restrictivos y para vivienda el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en microcrédito y más restrictivas en consumo y vivienda²⁴.

El flujo de **remesas** que ingresó al país durante el año 2018 totalizó USD 3.030,58 millones, cifra superior en 6,70% con respecto al año 2017. El incremento se atribuye a la expansión y dinamismo económico registrado tanto en Estados Unidos como en Europa (principalmente en España), lo que permitió a los migrantes ecuatorianos enviar un mayor flujo de dinero a sus familiares. Durante 2018, el 90,54% del total de remesas recibidas provinieron de los países: Estados Unidos (56,22% de las remesas), España (26,14%), Italia (5,29%) y México (2,89%). Del total de remesas recibidas, Guayas, Azuay, Pichincha y Cañar concentraron el 74,76% del total de remesas (USD 2.265,78 millones)²⁵.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2018 fueron de USD 200,44 millones; monto superior en 34,68% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 148,83 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, construcción, comercio, explotación de minas y canteras e industria manufacturera. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Holanda, Uruguay, China, España, Colombia, Bélgica, Bermudas, Chile, Inglaterra, Italia, Estados Unidos y otros²⁶.

Al mes de enero de 2019, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 36.889,8 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 5,94% superior en relación a enero de 2018 (USD 34.820,0 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** a enero 2019 fue de USD 8.328,1 millones, que equivale al 7,36% del PIB²⁷, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de enero de 2019, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e

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

²¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

²² http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812_Pobreza.pdf

²³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

²⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIT-2018.pdf>

²⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201805.pdf>

²⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

²⁷ Para el año 2019 se establece una previsión de un PIB de USD 113.097,3 millones.

interna) se encontró en 44,9% del PIB²⁸, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 50.776 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB²⁹.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 millones y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017 y USD 2.677 millones en 2018. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 15 de marzo de 2019 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 3.878,57 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo³⁰. Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana bajó de B3 estable a B3 negativo, cuando Ecuador consiguió en diciembre de 2018 deuda por USD 900 millones de China, lo cual indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país³¹. De igual forma, la agencia Fitch Rating bajó la calificación crediticia de Ecuador por segunda vez en menos de seis meses. Así, la calificación pasó de B- con perspectiva estable en agosto de 2018 a B- con perspectiva negativa en enero de 2019. Las principales razones para la baja en la calificación son las crecientes necesidades de financiamiento del Gobierno, la falta de recursos del fisco, la falta de profundidad en el programa de optimización del gasto público y del tamaño del Estado, el cuestionamiento de la efectividad del préstamo de China, entre otros. Pese a que el Gobierno estima cerca de USD 8.000 millones en necesidades de financiamiento para 2019, Fitch considera que el país necesitará, al menos, 9.000 millones de nueva deuda³².

Por otro lado, entre las medidas evaluadas para reducir el gasto fiscal en 2018, está la Ley de Fomento Productivo y los incentivos tributarios³³, la remisión tributaria, el Plan de Prosperidad 2018-2021 en el que se redujo el subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial³⁴, al mismo tiempo que se anunció una reducción de subsidios a los combustibles de gasolina Extra y Ecopaís³⁵. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, el 2018 se cerró con un déficit fiscal de USD 3.333,9 (3% del PIB), reflejando una reducción de 42,9% frente a 2017³⁶.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) se constituyó mediante escritura pública ante la Notaría Trigésimo Octava del Cantón Guayaquil el 17 de agosto de 2001, e inscrita en el Registro Mercantil del Cantón Guayaquil el 21 de diciembre del mismo año. Nace inicialmente como un pequeño negocio en el domicilio del accionista fundador, la que poco a poco se fue expandiendo gracias a los negocios con proveedores emprendidos, quienes le permitieron obtener crédito de sus compras para el desarrollo de su negocio. Entre las actividades comprendidas dentro de su objeto social se encuentran: la importación, fabricación, exportación, distribución, consignación, comercialización al por mayor y al por menor de suministros, útiles escolares, y equipos de oficina en general; de papelería en general, productos de cartón, cartulinas y todos sus derivados, de textos, folletos, literatura y formatos en general; de tintas en general; de materias primas de todo tipo, en estado natural, elaborados o semielaborados; de equipos de oficina manuales, eléctricos y electrónicos; y en

²⁸ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/02/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%BAblica-Enero-2019_finalOK.pdf

²⁹ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

³⁰ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

³¹ <http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/>

³² <https://lahora.com.ec/quito/noticia/1102214497/agencia-fitch-vuelve-a-bajar-la-calificacion-credicia-de-ecuador>

³³ <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

³⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

³⁵ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/12/18/nota/7104063/asambleista-advierte-que-gobierno-actualiza-precios-combustibles>

³⁶ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/09/nota/7129304/deficit-cae-casi-mitad-dice-finanzas>

forma amplia de todo tipo de artículos necesarios para uso de oficina, escolares o industriales. Además cuenta con otros puntos dentro de su objeto social.

Actualmente, la actividad principal de la compañía es la venta al por mayor y menor de materiales para uso escolar y de oficina, importando todo tipo de marcas, principalmente las marcas ARTESCO, PELIKAN, PEGAFAN Y PASSOLA³⁷.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de marzo de 2019, la compañía registró un capital suscrito y pagado que ascendió a la suma de USD 500.000,00 con un número de acciones ordinarias y nominativas que asciende a 500.000 con un valor de USD 1,00 cada una, la composición accionarial es la siguiente:

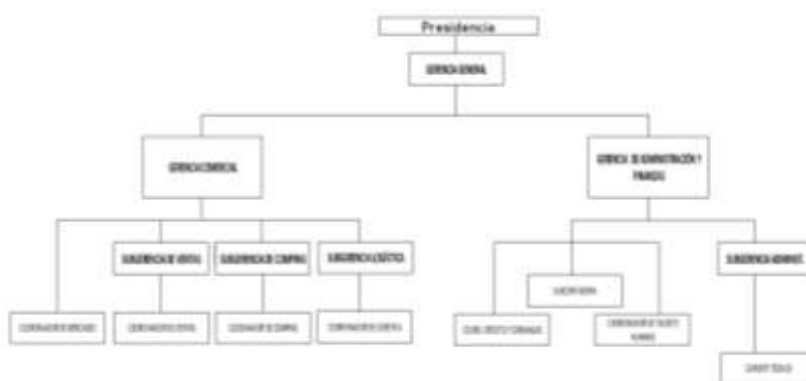
CUADRO 10: ACCIONISTAS

| Accionista | Nacionalidad | Capital | Participación |
|-------------------------------|--------------|-------------------|---------------|
| Landázuri Sampedro Agustina | Ecuatoriana | 250.000,00 | 50,00% |
| Regalado Briones Luis Horacio | Ecuatoriana | 250.000,00 | 50,00% |
| Total | | 500.000,00 | 100% |

Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

De acuerdo a los estatutos de la compañía, ésta es gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Presidente y el Gerente General, quienes tienen las atribuciones, derechos y obligaciones que les establece la Ley de Compañías y los estatutos mencionados. La Junta General de Accionistas es la máxima autoridad de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA). La administración de la compañía se apoya en colaboración de presidencia, gerencias y subgerencias, como se observa en el siguiente organigrama:

GRÁFICO 3: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) cuenta entre sus principales administradores con personal altamente capacitado, experimentado y comprometido con los lineamientos de la empresa, los cuales son parte fundamental para el buen desempeño de la misma, haciendo que ésta cumpla con los objetivos propuestos a corto, mediano y largo plazo.

CUADRO 11: PLANA GERENCIAL

| Cargo | Nombre |
|---------------------------|--------------------------------------|
| Presidente | Agustina Celeste Landázuri Sampedro |
| Gerente General | Luis Horacio Regalado Briones |
| Subgerente Comercial | Solange Celeste Regalado Landázuri |
| Subgerente de Negocios | Jennifer Stefanie Regalado Landázuri |
| Subgerente Logístico | Fabio Alves Moreira Da Costa |
| Subgerente Administrativo | Juan Antonio Brando Muñoz |

Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

³⁷ Marca Propia.

Gobierno Corporativo

Respecto a las prácticas de Gobierno Corporativo, se debe mencionar que CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), no las ha establecido formalmente, pero, conforme los estatutos de la compañía, la Junta General de Accionistas acuerda los cambios sustanciales en el giro del negocio, así como también resuelve cualquier asunto que no sea de competencia privativa del Presidente o Gerente General, y dicta las medidas conducentes a la buena marcha de la compañía, entre otros.

Como parte del esquema de Buen Gobierno Corporativo, semanalmente la Presidencia y/o Gerencia General, encabezan reuniones con las Subgerencias y Coordinadores de las distintas áreas, así como con los Asesores Legal y Tributario, en las que se tratan los puntos más relevantes sobre las actividades comerciales, financieras y operativas de la empresa y se formulan las estrategia para el buen desempeño del negocio, de acuerdo a las condiciones del mercado, las mismas que son ejecutadas por los respectivos Subgerentes de acuerdo a su campo de acción.

Empleados

Al 31 de marzo de 2019, la compañía contó con un total de 107 empleados³⁸ (80 empleados, septiembre 2018) distribuidos en diferentes áreas de la Institución; el 70% de los colaboradores mantiene contrato de plazo fijo y el 30% restante contrato a prueba.

Es importante señalar que CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), no posee sindicatos ni comités de empresa que pudieren afectar el normal desarrollo de sus actividades, por el contrario, la compañía mantiene una buena relación con sus empleados.

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

Empresas vinculadas o relacionadas

Al 31 de marzo de 2019, la compañía no mantiene participación en la propiedad de otras compañías, no obstante, los accionistas de CIA Importadora Regalado S.A. COMIRSA, poseen el 50% de participación accionaria en el capital de Representaciones Regalado, S.A, lo que podría considerarse vinculación por gestión. Es preciso mencionar, que la compañía Representaciones Regalado S.A., se encuentra actualmente en pleno proceso de disolución.

Otros Aspectos de la Empresa

Estrategias

La compañía enmarca sus estrategias en cuatro áreas fundamentales para el desarrollo del negocio, mismas que le permitan realizar varias actividades que incrementen su porcentaje de participación en el mercado y logre alcanzar las metas de ventas proyectadas.

Dentro del área comercial se realizarían actividades como la de reestructurar el área comercial y las políticas de ventas, esquematizar las políticas de crédito, una posible emisión de tarjetas de crédito como propia de la empresa, planes de mercadeo y planificación de compras. En el área logística, la implementación de promociones para una mayor rotación del inventario, controles sobre el inventario, así como la implementación de un sistema operativo nuevo.

³⁸ El número de empleados creció de un semestre a otro debido a que contrataron personal de promotoría (impulsadoras-despachadoras), el cual se enfocó en la atención a escuelas y listas de útiles, lo que hizo que su producto rote más rápido.

Por el lado del mercadeo, el establecimiento de convenios con proveedores locales y extranjeros para iniciar campañas publicitarias, contratación de un jefe de mercadotecnia para posicionar los productos que comercializa. Finalmente, elaborar un proyecto para instalación de maquinaria para la fabricación o ensamblaje de productos con marca propia y de esa manera disminuir la dependencia de productos importados.

Cientes

CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) atiende a gran variedad de clientes, entre ellos clientes directos y también clientes institucionales que son otros comercios a quienes distribuye todos sus productos. En función de lo mencionado, al 31 de marzo de 2019, el más representativo fue MUNDOFFICE CIA. LTDA. que significó el 4,60% del total de las ventas, seguido por ALMACEN VICTORIA VICMARKET S.A. con el 4,32%, IMPORTADORA YANQUI IMPORYANHOS CIA. LTDA. con el 4,16% e IMPORTADORA & COMISARIATOS PAÑORA IMPCOPAÑORA con el 2,84%; la diferencia, 84,08% del portafolio de clientes estuvo compuesto por aquellos que alcanzaron una participación individual inferior al 0,50%.

GRÁFICO 4: CLIENTES, MARZO 2019



Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

Al 31 de marzo de 2019, se determinó que el 90,64% del total de la cartera de IMPORTADORA REGALADO S.A. corresponde a cartera por vencer y la diferencia, 9,36% a cartera vencida concentrada en su mayoría en el rango comprendido en 90 días en adelante. Los porcentajes mencionados permiten calificar como sana a la cartera de la empresa.

GRÁFICO 5: CARTERA DE CLIENTES, MARZO 2019



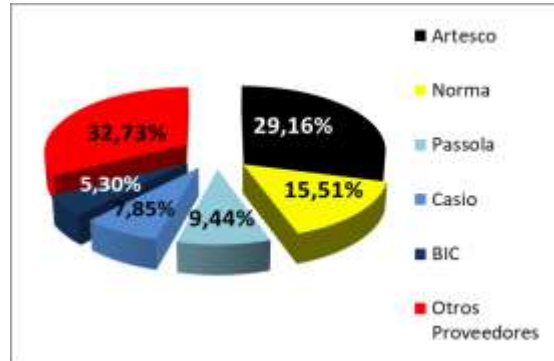
Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

Proveedores

Los productos que CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) ofrece a sus clientes son en buena parte importados, los mismos que son clasificados según la marca, es por ello que maneja proveedores tanto nacionales como internacionales. Históricamente, ARTESCO se ha establecido como su principal marca, la

misma que a marzo de 2019 tuvo una participación sobre el costo de ventas de 29,16%, le sigue NORMA con el 15,51%, PASSOLA S.A., con el 9,44%.

GRÁFICO 6: PRINCIPALES PROVEEDORES POR MARCA, MARZO 2019



Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

Política de Precios

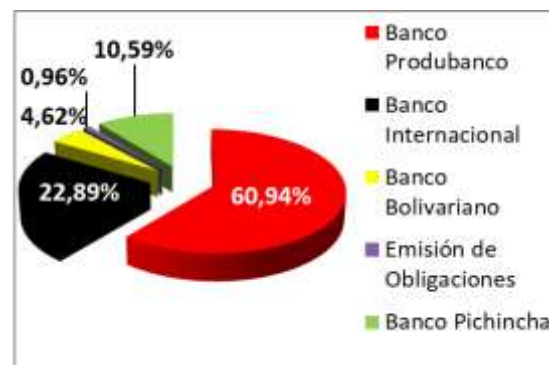
Según lo que señala la compañía, los precios se definen cuantificando todos los costos directos e indirectos asociados a la marca o línea de productos, diferenciando márgenes de rentabilidad para productos locales o importados, y realizando un comparativo de precios de productos similares en el mercado, a fin de establecer precios competitivos de acuerdo a la calidad y beneficios que otorgan los productos que ofrece CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA).

Se establecen además precios para el consumidor final y para clientes mayoristas. En la política de precios a mayoristas, cuenta con rangos de descuentos en función del volumen de compra, lo cual promueve el crecimiento de las negociaciones buscando el mayor beneficio en costos. En la política de precios al consumidor final se considera además el precio de mercado en artículos similares, competencia directa y rentabilidad. Como estrategia comercial, se establece un descuento del 10% al precio marcado en todos los productos.

Política de Financiamiento

Para marzo de 2019, la compañía financió sus operaciones en mayor proporción con recursos de terceros, comportamiento que se mantiene históricamente, es así que los pasivos fondearon el 77,95% de los activos, dentro de estos, la deuda financiera financió el 31,70% de los activos; siendo la deuda financiera a corto plazo la más participativa. La deuda con costo estuvo conformada por el 99,04% de Obligaciones con el Sistema Financiero y apenas el 0,96% por Obligaciones vigentes en el Mercado de Valores.

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA CON COSTO, MARZO 2019



Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

Debe resaltarse que el apalancamiento que CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) tiene con sus proveedores es también importante, significando al 31 de marzo de 2019, el 38,29% del activo total.

Política de Inversiones

Dentro de sus estrategias está la construcción de un galpón adicional dentro de las instalaciones de Bodega Norte (vía Salitre, Daule) dado el crecimiento en ventas y por ende en el inventario. Además, se analizan proyectos de instalación de maquinaria para la fabricación de sus productos con marca propia, lo cual acarrearía en la necesidad de buscar el financiamiento necesario.

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

CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas, sujeta a la regulación de los organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Normas Municipales y Defensoría del Pueblo.

Adicional a ello debe cumplir con normas INEN, de los productos importados que lo requieran.

Responsabilidad Social y Ambiental

Como parte de su responsabilidad social, la empresa mantiene su política de apoyar proyectos que generen y mantengan a los niños en constante aprendizaje ya sea a través de actividades educativas, juegos o talleres para los cuales se realiza donaciones de productos como parte del aporte hacia la sociedad.

Para que cada artículo llegara a formar parte de nuestro portafolio de productos se realiza un exhaustivo análisis en el cual se considera que los materiales no sean nocivos para el medio ambiente.

Riesgo Legal

El asesor jurídico de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), informa que al 31 de marzo de 2019, la empresa mantiene activa la defensa de Tutela Administrativa incoada ante el IEPI en contra de la compañía interpuesta por Cía. Ecuempaques S.A. en el año 2010, por comercialización de marca BRLANT LASER COPY. Luego de varias instancias y recursos administrativos, el IEPI no ha emitido resoluciones al respecto. El caso está siendo manejado por el Estudio Barzallo & Barzallo de la ciudad de Quito, ante quienes han acudido los representantes de la marca en cuestión, para negociación pacífica y cierre del proceso.

Adicional a esto se establece que no existen sentencias judiciales en contra de la compañía COMIRSA y no existen obligaciones contingentes que pudieren afectar la posición financiera o resultado de sus operaciones.

Liquidez de los títulos

Al referirnos a la colocación de los títulos valores de la PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES - CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), se puede determinar que éstos fueron colocados en su totalidad (USD 2,00 millones) hasta el 17 de mayo de 2013.

CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) no presenta emisiones anteriores en el Mercado de Valores, por lo que la presente Emisión de Obligaciones fue su primera participación en esta forma de financiamiento.

Presencia Bursátil

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

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

Según lo mencionado por la Bolsa de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el periodo octubre 2018 a marzo 2019 para la Emisión de Obligaciones; por lo que no se puede calcular dicho indicador al corte mencionado.

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

Eventos Importantes

- Debido al incremento de inventario, la Compañía está realizando la construcción de un Galpón adicional dentro de las instalaciones de Bodega Norte (vía a Salitre, Cantón Daule).
- El plan de marketing implementado por la compañía a inicios del ejercicio 2019, contempló una variedad de eventos, como promotores y publicidad radial tanto en la Sierra como en la Costa.
- En lo referente a las compras e importaciones, la compañía ha mantenido negociaciones con proveedores tradicionales, con incremento por ampliación de catálogo de productos.
- Con fecha 31 de enero de 2019 el Representante de los Obligacionistas emitió su informe de gestión.

Situación del Sector

La industria papelera desarrolla sus actividades dentro de la industria básica del Ecuador; la industria básica es aquella que tiene como fuente de materia prima a los recursos naturales. El sector papelerero elabora una variada gama de productos provenientes de la pasta de celulosa como son el papel, papel para decorar, cartón, papel higiénico, entre otros. De acuerdo a la Clasificación Internacional Industrial Uniforme (CIIU), la industria del papel comprende cuatro grupos sectoriales: papel y productos de papelería, envases y cajas de papel y cartón, imprentas e industrias conexas.

La producción de papel y de cartón camina a la par de la evolución de la economía del país. De acuerdo a las estimaciones del Banco Central del Ecuador dentro de las Cuentas Nacionales, este sector ha tenido variaciones importantes en la última década. Si bien es una industria cuyos productos son de gran necesidad en la economía ecuatoriana son varios los desafíos que enfrenta y que han tenido incidencia en su crecimiento.

Los artículos provenientes de esta industria, que se producen en el Ecuador, comprenden un variado portafolio que va desde los destinados a uso de oficina y material escolar, hasta los de higiene personal. También se producen fundas y cartones de papel para envasar productos industriales entre los más importantes.

Es importante mencionar que la continua expansión del mercado de compras electrónicas impulsará el requerimiento de cajas de cartón. La industria cartonera también se verá impulsada por el aumento en la demanda de comida y de bienes duraderos. El incremento del gasto en construcción estimulará la demanda de bienes y materiales (embalajes relacionados) que se utilizan en la construcción. Adicionalmente, se prevé oportunidades para el embalaje de caja de cartón corrugado por menor, dado que es exigido en mayor cantidad por minoristas como un medio de controlar los costos de mano de obra.

Actualmente, los insumos de papelería son demandados por los diferentes agentes económicos y sociales; lo cual genera más empleo y diversifica el sector. Sin embargo, en comparación con el mercado internacional, en Ecuador esta industria ha tenido un escaso nivel de crecimiento. Por esta razón, el país se ha convertido en importador de papel³⁹, siendo sus principales socios comerciales Estados Unidos, Colombia, Brasil, Chile, Alemania, China, Perú España y Rusia.

³⁹ http://www.trademap.org/Country_SelProductCountry.aspx?nvpm=3|218|||48|||2|1|1|1|1|2|

La producción de papel y cartón es clave para que se permita la actividad de otros sectores pueda desarrollarse. Sin duda uno de los que mayor dependencia tiene es la industria gráfica y editorial, que todavía depende de estos productos. De igual manera, la transportación requiere empaques para los bienes con los que trabaja, siendo así un proveedor vital para las empresas exportadoras.

La industria no podría llevar adelante sus labores sin la posibilidad de empaquetar su producción. Otro sector que también depende de este rubro es el de los servicios de restaurante, tanto para la presentación como empaque de sus productos. Finalmente, los hogares son consumidores que no pueden prescindir de papel y cartón, lo que refleja la vitalidad del sector.

A nivel exterior, la necesidad de importar pulpa de papel y cartón tiene incidencia en el déficit comercial que se presenta en el país. Si bien no es la única importación, ya que se importan papeles y cartones de varios formatos así como aquellos para uso del hogar (papel higiénico, toallas, entre otros).

De todas maneras, Ecuador mantiene exportaciones de estos productos. Se exportan rollos, cajas, sacos y bolsas, libros y papel higiénicos, entre otros. Los destinos de estos productos son, principalmente, Colombia (46%) y Perú (24%). Además, los países vecinos, con los que además se manejan acuerdos comerciales en el marco de la Comunidad Andina permiten que se dé este tipo de comercio, que en algunos casos es intrafirma.

La producción de papel y cartón es de gran importancia, sobre todo cuando existe una gran dependencia hacia estos productos como lo es la industria de útiles escolares y de suministros de oficina. Dentro de este ámbito, la tendencia global busca demandar productos que sean amigables con el medioambiente, y que reflejen la conciencia ambientalista de la industria. Por ello, varias de las líneas de suministros escolares ofrecidos en el mercado ecuatoriano incorporan el sello de compromiso medioambiental, como lo son la línea de cuadernos y repuestos elaborados a partir de la caña de azúcar como sustituto de los árboles.

Adicional a ello, según la nueva normativa a la que hace referencia el Acuerdo Ministerial N°97 bajo lineamientos de la ONU, los establecimientos del Sistema Educativo Nacional no podrán solicitar materiales plásticos de un solo uso y desechables no reciclables en la lista de útiles para ninguna actividad escolar, por ser considerados altamente contaminantes⁴⁰. La regulación de la utilización del plástico de un solo uso en las instituciones de educativas del Ecuador se aplica desde el 9 de octubre del 2018⁴¹.

Si bien el sector cuenta con demanda de varios sectores, una amenaza que se presenta es la de promover un consumo menor de productos de papel y cartón. Por ello, las empresas del sector están llamadas a orientar sus esfuerzos hacia mostrar producciones sustentables y amigables, además de promover el reciclaje. Esta última actividad tiene un impacto social más alto que el económico, quienes se dedican a esta labor son por lo general personas de menores recursos. Esto hace que este sector tenga un gran potencial en materia de Desarrollo Sostenible, a la vez que se deben difundir los avances en este campo.⁴²

El sector donde desarrolla sus actividades la empresa, tiene como barreras de entrada: la necesidad de economías de escala, el acceso a proveedores que son mayormente internacionales, altas necesidades de capital de trabajo para los inventarios de maquinaria, la experiencia en el sector y el Know how necesario para incursionar en este sector. La principal barrera de salida que tiene el sector es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad, gran cantidad de regulaciones laborales, que suponen un alto coste para la empresa, compromisos de largo plazo con clientes o proveedores, por los cuales la empresa debe permanecer más tiempo en el sector.

El sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos de insumos, materia prima, aranceles, entre otros.

⁴⁰ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/sociedad/6/ecuador-proceso-plasticos-campana>

⁴¹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/onu-regulacion-plasticos-escuelas-ecuador.html>

⁴² <http://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=9811>

Expectativas

Está claro que la producción de papel y cartón para la industria ecuatoriana es de gran valor, sobre todo cuando existe dependencia de otros sectores por sus productos derivados. Es por este motivo, que desde el Gobierno y la empresa privada ha surgido un planteamiento por generar localmente pulpa de papel, a través de una planta productora de materia prima. El propósito es contrarrestar las importaciones existentes y exportar la producción interna. No obstante, esto aún no se concreta.

Esta industria es una de las más encadenadas a otras actividades, pero también ha estado en la mira por su impacto ambiental, por ello ha trabajado en contrarrestar este efecto. Justamente, entre sus principales desafíos está construir producciones sustentables, que además se acojan al cumplimiento del Objetivo de Desarrollo Sostenible 12 “Producción y consumo sostenible”, a fin de cumplir con la Agenda 2030. Uno de los mecanismos ya implementados es el reciclaje, cuyo impacto social y ambiental es relevante y puede convertir a este sector en un gran potencial en términos de Desarrollo Sostenible⁴³.

Posición Competitiva de la Empresa

El mercado en el que se desenvuelve la compañía es amplio con los máximos de abastecimiento por las épocas de inicio de actividades académicas, lo que le permite tener una gran participación a nivel nacional. Según lo reportado por la administración de la compañía, se estima que cuentan con un 35% del mercado.

De igual manera, y por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen:

CUADRO 12: FODA

| FORTALEZAS | DEBILIDADES |
|---|---|
| Importaciones de útiles escolares de países miembros de la Comunidad Andina de Naciones con exoneración de aranceles para sector comercial. | Mercado estacional. |
| Cuadernos con valor agregado para exportaciones | Industria nacional con menor demanda de productos importados |
| OPORTUNIDADES | AMENAZAS |
| Fomento del sector público hacia la educación en el Ecuador (Ministerio de Educación y Municipios). | Restricciones de importaciones |
| Mercado no completamente desarrollado | Impuestos afectan a la industria y al comercio de útiles escolares |
| Preferencias por útiles escolares importados | Elevada competencia de países vecinos en el mercado internacional con estructuras de costos más sensibles |
| | Salvaguardias a productos importados que la empresa comercia |

Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

Los principales riesgos que puedan afectar al flujo de caja previsto por el Emisor, así como la continuidad de la operación en términos generales se encuentran relacionados con procesos internos, sucesos naturales, políticas gubernamentales, relación con los proveedores, etc.

Uno de los principales riesgos a los que se expone CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), conforme a las actividades que desempeña, se encuentra asociado a la posibilidad de que sus proveedores incumplan con el adecuado abastecimiento del inventario, pues podrían existir retrasos en la distribución de los útiles escolares, no obstante, para mitigar este evento la compañía mantiene un correcto aprovisionamiento de inventarios para cada ciclo de inicio de actividades escolares de cada año en los regímenes de Costa y Sierra.

Así mismo se debe acotar que en el caso de que uno de sus proveedores desaparezca, la compañía podría reemplazar la provisión de las líneas de productos que se importan con otros proveedores de otras marcas, con la finalidad de garantizar el abastecimiento de la mercadería.

⁴³ <https://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=11191>

Adicionalmente, dada la importancia de los inventarios para la compañía, otro de los riesgos a los que potencialmente se encuentra expuesta está en relación al robo de la mercadería, o su pérdida por otros factores como incendios u otros eventos de tipo natural. Ante esto, la compañía ha asegurado contra todo riesgo no sólo a su inventario sino también a sus muebles, enseres, personal y otros. En el mes de abril de 2018 se procedió a realizar la renovación anual de las pólizas de seguros cuyo periodo de cobertura comprende desde abril de 2018 a abril de 2019.

Respecto al manejo de información, la compañía dispone de un servidor de información que implica se obtengan respaldos diarios del sistema operativo, documentos y aplicaciones que maneja la compañía, los cuales se almacenan de manera automática en un disco duro externo con capacidad de almacenar la información de varios días.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA)**, se realizó sobre la base de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2015, 2016, 2017 y 2018 de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 31 de marzo 2018 y 31 de marzo 2019.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) presentaron un comportamiento variable, pues pasaron de USD 12,82 millones en el año 2015 a USD 12,01 millones en diciembre de 2016, lo que estuvo relacionado directamente con la implementación de salvaguardias a las importaciones de una serie de productos de los cuales se compone la cartera de productos que comercializa la compañía. Para diciembre de 2017 y 2018 la tendencia se revierte; gracias a las estrategias implementadas por la compañía, es así que el total de ingresos ascendió de USD 12,44 millones a USD 14,33 millones.

Para los cortes interanuales, los ingresos ordinarios presentaron un decremento de 1,74% (USD 4,67 millones marzo 2018 y USD 4,59 millones en marzo 2019). De acuerdo a lo indicado por la Administración la situación económica del país y el poco flujo de circulante, sumado a los feriados han sido los principales factores de este comportamiento.

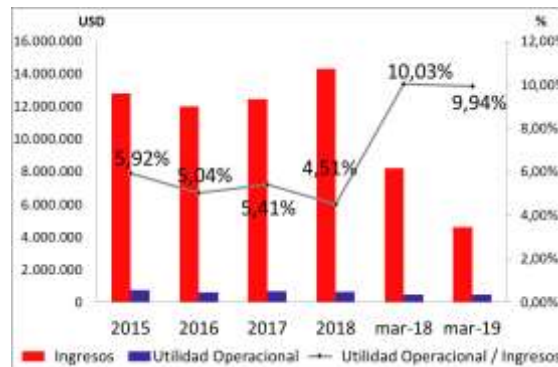
Cabe señalar que ventas de la compañía son estacionales pues dependen en gran parte de los inicios de la temporada escolar que es diferenciada en la Costa y en la Sierra, en los meses de marzo, abril y mayo, y en los meses de julio, agosto y septiembre, respectivamente.

En cuanto al costo de ventas, se determinó que su participación frente al total de ingresos ordinarios durante el período de análisis, fue relativamente estable representando a diciembre de 2018 el 75,69% de las ventas (75,70% de las ventas, marzo 2019), comportamiento que se tradujo en un margen bruto también estable. Es importante mencionar que los costos de venta que maneja la compañía son afectados directamente por las condiciones del mercado en sus diferentes productos, pues son importados y comercializados a nivel nacional.

En lo que respecta a sus gastos operativos (administración y ventas), se observa que han mantenido una participación estable sobre los ingresos, pasando de 19,23% en el 2015 a 19,80% en el año 2018 (14,36%, marzo 2019). Cabe indicar, que la compañía mantiene un permanente control de flujos y presupuesto de gastos.

En todos los periodos analizados los ingresos ordinarios permitieron cubrir adecuadamente los costos y gastos operacionales, generando un margen operativo variable en función de las ventas.

GRÁFICO 8: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

Prevía la determinación de la utilidad neta, se consideran los gastos financieros y otros ingresos / egresos, mismos que muestran durante el periodo analizado una tendencia estable.

La utilidad neta de la compañía presentó un comportamiento relativamente estable durante el periodo analizado, pues se mantuvo dentro del rango de los USD 200 mil, sin embargo, su representación sobre las ventas pasó de 2,13% en 2017 a 1,86% en diciembre de 2018.

Por su parte, para marzo de 2018, la utilidad antes de impuestos fue inferior a la presentada en su similar de 2018, ya que luego de ubicarse en USD 0,42 millones (8,97% de las ventas) pasó a USD 0,36 millones (7,83% de las ventas), debido al registró de menores ingresos.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

La compañía demuestra una capacidad importante para generar rentabilidad, no obstante, esta mantuvo una tendencia decreciente debido a la reducción del resultado final de la compañía y el aumento del patrimonio y activo.

CUADRO 13 / GRÁFICO 9: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

| Indicador | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| ROA | 3,61% | 3,80% | 3,07% | 2,78% |
| ROE | 14,52% | 13,13% | 10,18% | 10,07% |

| Indicador | mar-18 | mar-19 |
|-----------|--------|--------|
| ROA | 3,62% | 2,63% |
| ROE | 13,85% | 11,94% |



Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) se presentó creciente, pues pasó de USD 0,84 millones (7,03% de las ventas) en diciembre de 2016 a USD 0,93 millones (6,49% de las ventas) en diciembre de 2018, como efecto del incremento de su margen operativo.

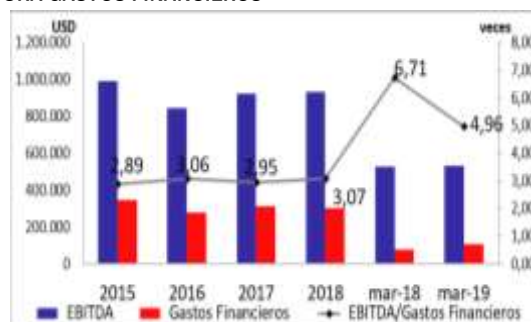
A marzo de 2019, el EBITDA (acumulado) se ubicó en USD 0,53 millones y representó el 11,53% de las ventas, valor ligeramente superior al registrado en marzo de 2018 cuando significó el 11,30% de las ventas (USD 0,52 millones).

Los resultados mencionados anteriormente demostraron que el flujo propio generado por la compañía mantiene una cobertura suficiente sobre sus gastos financieros.

CUADRO 14, GRÁFICO 10: EBITDA Y COBERTURA GASTOS FINANCIEROS

| Concepto | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------------------|------|------|------|------|
| EBITDA | 992 | 844 | 924 | 931 |
| Gastos Financieros | 343 | 276 | 313 | 331 |
| Cobertura EBITDA / Gastos Financieros | 2,89 | 3,06 | 2,95 | 3,07 |

| Concepto | mar-18 | mar-19 |
|---------------------------------------|--------|--------|
| EBITDA | 528 | 529 |
| Gastos Financieros | 79 | 107 |
| Cobertura EBITDA / Gastos Financieros | 6,71 | 4,96 |



Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

El total de activos de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), presentó un comportamiento variable durante el período de análisis, alcanzando a diciembre de 2018 la suma de USD 9,60 millones, saldo que se incrementó en 11,01% en relación a diciembre de 2017 (USD 8,65 millones) producto principalmente del crecimiento de la cuenta contable inventarios (+18,45%). Para marzo de 2019, el crecimiento se mantiene, ascendiendo a USD 13,65 millones, efecto del importante incremento observado en cuentas por cobrar comerciales.

Cabe indicar que, en función de la naturaleza del negocio, la compañía percibe ingresos de manera cíclica pues la venta de útiles escolares se realiza en los meses de inicio de actividades educativas en la Costa y Sierra.

De manera histórica, el componente más representativo dentro de los activos ha sido Inventarios, cuenta contable que a diciembre de 2018 constituyó el 49,68% del activo total (37,87% a marzo 2019). Otros rubros relevantes dentro del grupo del activo son: propiedad, planta y equipo y cuentas por cobrar comerciales, que representaron el 30,68% y el 14,26%, respectivamente a la misma fecha (22,40% y el 31,19%, marzo 2019).

Pasivos

El total de los pasivos de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), presentó una tendencia decreciente en el financiamiento de los activos durante el período comprendido entre el año 2015 y 2017, pasando de representar el 75,16% en el 2015 a 69,87% en el 2017, producto de la amortización normal de sus obligaciones con costo. Para diciembre de 2018, el financiamiento del pasivo total sobre el activo ascendió a un 72,39% como consecuencia de un mayor requerimiento de deuda.

Con corte a marzo de 2019, el comportamiento creciente en el nivel de pasivos de CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) se mantiene, pues financió el 77,95% del activo total, como efecto del crecimiento de sus obligaciones con costo de corto plazo y en sus cuentas por pagar a proveedores.

En cuanto a su estructura, ésta denota una mayor concentración en aquellos de tipo corriente, pues en promedio (2015-2018) financiaron el 57,93% del activo (69,29% del activo, marzo 2019), los pasivos no corrientes por su parte financiaron en promedio el 14,17% del activo total (8,66% del activo, marzo 2019).

Entre los rubros más representativos, la deuda financiera (corto y largo plazo) se constituye como la más importante seguida por proveedores, cuentas contables que con corte a diciembre de 2018 fondearon el 39,56% y 29,48% del activo respectivamente (31,70% y 38,92%, marzo 2019).

Patrimonio

El patrimonio de la empresa presentó una tendencia creciente en términos monetarios a lo largo del periodo analizado, pues pasó de USD 1,78 millones (24,84% de los activos) en 2015 a USD 2,65 millones (27,61% de los activos) en 2018 y USD 3,01 millones (22,05% de los activos) en marzo de 2019, producto del aumento de las utilidades retenidas y del ejercicio.

Así mismo, se debe indicar que el capital se mantuvo durante todo el período analizado en la suma de USD 0,50 millones y financió el 5,21% de los activos en diciembre de 2018 y el 3,66% en marzo 2019, lo que evidencia que en el corto plazo los accionistas de la compañía deberían aportar recursos frescos dado la creciente operación de la compañía.

Flexibilidad Financiera

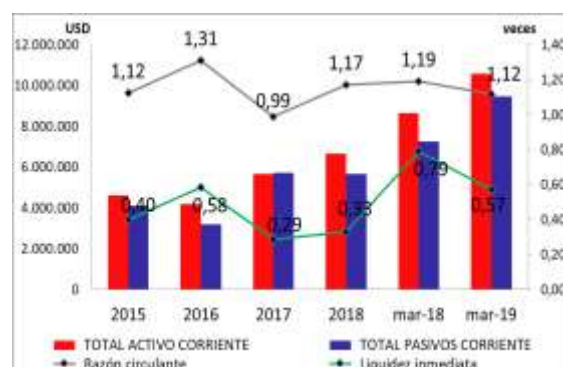
Para todos los ejercicios económicos analizados, CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA) presenta indicadores de liquidez (Razón Circulante) superiores o igual a la unidad, lo que indica que la compañía cuenta con los recursos de corto plazo necesarios para cubrir sus necesidades del mismo tipo.

Los resultados mencionados anteriormente le permitieron a la compañía arrojar un capital de trabajo positivo para todos los periodos analizados (excepto en el año 2017), significando para el año 2018 el 10,08% del activo total (8,25% del activo, marzo de 2019).

CUADRO 15 / GRÁFICO 11: NIVEL DE LIQUIDEZ (USD)

| Cuenta / Indicador | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Activo Corriente | 4.627.905 | 4.180.313 | 5.672.626 | 6.646.064 |
| Pasivo Corriente | 4.118.128 | 3.192.101 | 5.734.355 | 5.678.896 |
| Razón circulante (veces) | 1,12 | 1,31 | 0,99 | 1,17 |
| Liquidez inmediata (veces) | 0,40 | 0,58 | 0,29 | 0,33 |

| Cuenta / Indicador | mar-18 | mar-19 |
|----------------------------|-----------|------------|
| Activo Corriente | 8.643.106 | 10.586.859 |
| Pasivo Corriente | 7.261.121 | 9.459.959 |
| Razón circulante (veces) | 1,19 | 1,12 |
| Liquidez inmediata (veces) | 0,79 | 0,57 |



Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA), durante el ejercicio económico analizado (2015-2018) presentó un período de cobro promedio anual de 39 días, lo que determina que la compañía hace efectiva sus facturas en ese plazo de tiempo. El indicador que hace referencia al plazo de proveedores determina que, para diciembre de 2018, la compañía se financió con sus proveedores en un periodo aproximado de 95 días (113 días en diciembre de 2017), presentando un comportamiento variable a lo largo del período sujeto de análisis.

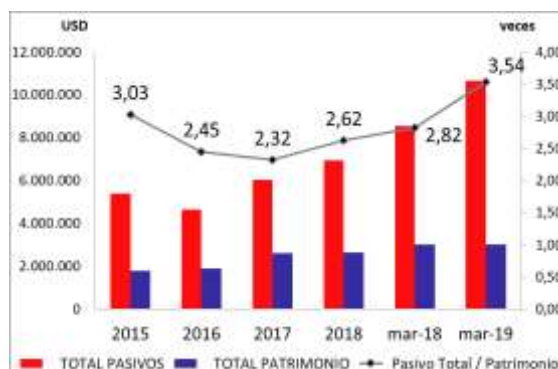
En cuanto al indicador de duración de existencias, se debe mencionar que para el año 2015 se registró una rotación de 113 días y 160 días para el año 2018. Estos valores de inventario se mantienen altos, puesto que, es necesario mantener stock para la demanda de sus productos, especialmente en los meses de inicio de clases de las regiones Costa y Sierra.

Analizando el periodo de pago a proveedores frente a la suma del periodo de cobro de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se determinó un descalce de 100 días para el año 2018, es por eso que la compañía debió optar por otras formas de financiamiento para el desarrollo de su normal operación.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El apalancamiento de la compañía (pasivo total / patrimonio), estuvo determinado por el financiamiento de los recursos de terceros sobre la operación de la compañía, el mismo que mantuvo una tendencia creciente a partir del año 2017.

GRÁFICO 12: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

El indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado), mostró un comportamiento variable durante el período 2015-2018, determinado por la conducta de su deuda financiera, es así que para marzo de 2019, esta relación se ubicó en 4,64 años (4,08 años en 2018), revelando el tiempo en el que la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones con costo.

El comportamiento del indicador que relaciona el pasivo total sobre el EBITDA (anualizado) fue creciente, pasando de 5,42 años en el 2015 a 7,47 años en diciembre de 2018 y 11,42 años en marzo 2019, interpretándose éste, como el tiempo que le tomaría a la compañía cancelar la totalidad de sus obligaciones.

Contingentes

Al 31 de marzo de 2019, la compañía no registra obligaciones como garante o codeudor en el sistema financiero, que pudieran generar un riesgo para el normal desarrollo de la misma.

Liquidez de los instrumentos

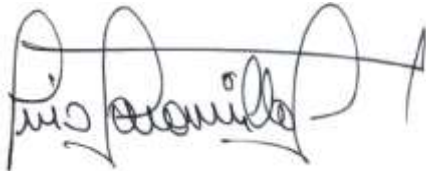
Situación del Mercado Bursátil⁴⁴

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

⁴⁴ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo> (última información registrada en dicha página web)

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

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL



Econ. Juan Fernando Espinoza
Analista

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

| Cuenta | 2015 | 2016 | 2017 | mar-18 | 2018 | mar-19 |
|--|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| ACTIVO | | | | | | |
| Efectivo y equivalentes de efectivo | 251.822 | 308.370 | 257.400 | 217.519 | 284.160 | 376.194 |
| Cuentas por cobrar comerciales | 1.351.918 | 1.549.780 | 1.276.123 | 4.287.631 | 1.369.087 | 4.257.816 |
| (-) Provisión cuentas incobrables | (40.974) | (11.811) | (23.962) | (23.962) | - | - |
| Inventarios | 2.980.209 | 2.317.614 | 4.026.140 | 2.895.657 | 4.768.803 | 5.170.494 |
| Otros activos corrientes | 84.930 | 16.360 | 136.925 | 1.266.262 | 224.014 | 782.354 |
| TOTAL ACTIVO CORRIENTE | 4.627.905 | 4.180.313 | 5.672.626 | 8.643.106 | 6.646.064 | 10.586.859 |
| Propiedad, planta y equipo, neto | 2.530.725 | 2.369.870 | 2.974.085 | 2.918.056 | 2.945.204 | 3.058.375 |
| Otros activos no corrientes | 349 | - | - | - | 7.472 | 7.472 |
| TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE | 2.531.074 | 2.369.870 | 2.974.085 | 2.918.056 | 2.952.676 | 3.065.846 |
| TOTAL ACTIVOS | 7.158.979 | 6.550.183 | 8.646.711 | 11.561.162 | 9.598.740 | 13.652.705 |
| PASIVOS | | | | | | |
| Proveedores | 1.220.284 | 1.737.851 | 2.950.059 | 4.381.794 | 2.829.948 | 5.313.243 |
| Obligaciones con instituciones financieras | 1.742.022 | 1.236.149 | 2.352.707 | 1.819.112 | 2.580.052 | 3.198.048 |
| Emisión de obligaciones, corriente | 383.334 | 17.654 | 233.333 | 83.333 | 42.226 | 41.667 |
| Otros activos corrientes | 772.488 | 200.447 | 198.256 | 976.882 | 226.670 | 907.001 |
| TOTAL PASIVOS CORRIENTE | 4.118.128 | 3.192.101 | 5.734.355 | 7.261.121 | 5.678.896 | 9.459.959 |
| Obligaciones bancarias a largo plazo | 445.201 | 614.913 | 107.956 | 1.083.248 | 1.175.079 | 1.088.474 |
| Emisión de obligaciones, no corriente | 658.333 | 658.333 | 48.059 | 41.667 | - | - |
| Otros pasivos no corrientes | 158.785 | 186.139 | 151.509 | 151.509 | 94.296 | 94.296 |
| TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE | 1.262.319 | 1.459.385 | 307.524 | 1.276.423 | 1.269.375 | 1.182.770 |
| Deuda Financiera | 3.228.890 | 2.527.049 | 2.742.055 | 3.027.359 | 3.797.357 | 4.328.188 |
| Deuda Financiera C/P | 2.125.356 | 1.253.803 | 2.586.040 | 1.902.445 | 2.622.278 | 3.239.715 |
| Deuda Financiera L/P | 1.103.534 | 1.273.246 | 156.015 | 1.124.914 | 1.175.079 | 1.088.474 |
| TOTAL PASIVOS | 5.380.447 | 4.651.486 | 6.041.879 | 8.537.544 | 6.948.271 | 10.642.729 |
| PATRIMONIO | | | | | | |
| Capital | 500.000 | 500.000 | 500.000 | 500.000 | 500.000 | 500.000 |
| Reservas | 592.932 | 618.751 | 182.772 | 486.731 | 182.772 | 182.773 |
| Utilidades retenidas | 427.418 | 530.732 | 1.656.791 | 1.618.100 | 1.700.699 | 1.967.697 |
| Utilidad del Ejercicio | 258.182 | 249.214 | 265.269 | 418.786 | 266.998 | 359.506 |
| TOTAL PATRIMONIO | 1.778.532 | 1.898.697 | 2.604.832 | 3.023.617 | 2.650.469 | 3.009.976 |

Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

| ESTADO DE RESULTADOS | 2015 | 2016 | 2017 | mar-18 | 2018 | mar-19 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|
| Ingresos | 12.815.795 | 12.007.330 | 12.442.223 | 4.670.658 | 14.334.398 | 4.589.610 |
| Costo de ventas | 9.591.954 | 9.110.724 | 9.532.383 | 3.542.734 | 10.849.474 | 3.474.424 |
| UTILIDAD BRUTA | 3.223.841 | 2.896.606 | 2.909.840 | 1.127.924 | 3.484.924 | 1.115.186 |
| TOTAL GASTOS | 2.464.512 | 2.291.364 | 2.236.110 | 659.492 | 2.837.734 | 658.897 |
| UTILIDAD OPERACIONAL | 759.329 | 605.242 | 673.730 | 468.433 | 647.190 | 456.289 |
| Otros ingresos | 25.369 | 200.167 | 159.005 | 30.769 | 152.728 | 15.443 |
| Gastos financieros | 343.319 | 275.696 | 313.144 | 78.667 | 302.801 | 106.731 |
| Otros egresos | 2.964 | 102.805 | 66.810 | 1.749 | 28.567 | 5.494 |
| UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS. | 438.415 | 426.908 | 452.781 | 418.786 | 468.550 | 359.506 |
| Participación a trabajadores | 65.762 | 64.036 | 67.917 | 0 | 70.283 | 0 |
| Impuesto a la Renta | 114.471 | 113.658 | 119.595 | 0 | 131.269 | 0 |
| UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO | 258.182 | 249.214 | 265.269 | 418.786 | 266.998 | 359.506 |

Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

| Razón Financiera | 2015 | 2016 | 2017 | mar-18 | 2018 | mar-19 |
|---|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|---------------|
| Gastos Operacionales / Ingresos | 19,23% | 19,08% | 17,97% | 14,12% | 19,80% | 14,36% |
| Utilidad Operacional / Ingresos | 5,92% | 5,04% | 5,41% | 10,03% | 4,51% | 9,94% |
| Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos | 2,01% | 2,08% | 2,13% | 8,97% | 1,86% | 7,83% |
| Utilidad operacional / Utilidad Neta | 294,11% | 242,86% | 253,98% | 111,85% | 242,40% | 126,92% |
| (Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio | 8,68% | 39,07% | 34,76% | 6,93% | 46,50% | 2,77% |
| Gastos financieros / Utilidad Neta | 132,98% | 110,63% | 118,05% | 18,78% | 113,41% | 29,69% |
| Rentabilidad | | | | | | |
| Rentabilidad sobre Patrimonio | 14,52% | 13,13% | 10,18% | 13,85% | 10,07% | 11,94% |
| Rentabilidad sobre Activos | 3,61% | 3,80% | 3,07% | 3,62% | 2,78% | 2,63% |
| Liquidez | | | | | | |
| Razón circulante | 1,12 | 1,31 | 0,99 | 1,19 | 1,17 | 1,12 |
| Liquidez inmediata | 0,40 | 0,58 | 0,29 | 0,79 | 0,33 | 0,57 |
| Capital de Trabajo | 509.777 | 988.212 | -61.729 | 1.381.985 | 967.168 | 1.126.899 |
| Capital de Trabajo / Activos Totales | 7,12% | 15,09% | -0,71% | 11,95% | 10,08% | 8,25% |
| Cobertura | | | | | | |
| EBITDA | 991.947 | 844.395 | 923.916 | 527.779 | 930.711 | 529.393 |
| EBITDA anualizado | 991.947 | 844.395 | 923.916 | 1.017.974 | 930.711 | 932.326 |
| Ingresos | 12.815.795 | 12.007.330 | 12.442.223 | 8.205.057 | 14.334.398 | 4.589.610 |
| Gastos Financieros | 343.319 | 275.696 | 313.144 | 78.667 | 302.801 | 106.731 |
| EBITDA / Ingresos | 7,74% | 7,03% | 7,43% | 6,43% | 6,49% | 11,53% |
| EBITDA/Gastos Financieros | 2,89 | 3,06 | 2,95 | 6,71 | 3,07 | 4,96 |
| Utilidad Operativa / Deuda Financiera | 0,24 | 0,24 | 0,25 | 0,15 | 0,17 | 0,11 |
| EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital | 3,20 | 9,42 | 11,55 | -18,17 | 5,16 | 10,16 |
| Gastos de Capital / Depreciación | 1,33 | 0,37 | 0,32 | -0,94 | 0,64 | 1,25 |
| Solvencia | | | | | | |
| Pasivo Total / Patrimonio | 3,03 | 2,45 | 2,32 | 2,82 | 2,62 | 3,54 |
| Pasivo Total / Capital Social | 10,76 | 9,30 | 12,08 | 17,08 | 13,90 | 21,29 |
| Deuda Financiera / EBITDA anualizado | 3,26 | 2,99 | 2,97 | 2,97 | 4,08 | 4,64 |
| Pasivo Total / EBITDA anualizado | 5,42 | 5,51 | 6,54 | 8,39 | 7,47 | 11,42 |
| Deuda Financiera / Patrimonio | 1,82 | 1,33 | 1,05 | 1,00 | 1,43 | 1,44 |
| Deuda Financiera / Pasivo | 60,01% | 54,33% | 45,38% | 35,46% | 54,65% | 40,67% |
| Pasivo Total / Activo Total | 75,16% | 71,01% | 69,87% | 73,85% | 72,39% | 77,95% |
| Capital Social / Activo Total | 6,98% | 7,63% | 5,78% | 4,32% | 5,21% | 3,66% |
| Solidez | | | | | | |
| Patrimonio Total / Activo Total | 24,84% | 28,99% | 30,13% | 26,15% | 27,61% | 22,05% |
| Eficiencia | | | | | | |
| Período de Cobros (días) | 37 | 47 | 37 | 82 | 35 | 83 |
| Duración de Existencias (días) | 113 | 93 | 154 | 74 | 160 | 134 |
| Plazo de Proveedores (días) | 46 | 70 | 113 | 111 | 95 | 138 |

Fuente: COMIRSA / Elaboración: Class International Rating