
INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 258/2018, del 29 de noviembre de 2018

Información Financiera cortada al 30 de septiembre de 2018

Analista: Ing. Paola Bonilla

paola.bonilla@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., es una compañía que tiene como objetivo principal la venta al por mayor y menor de gasolina, lubricantes, combustibles, petróleo, y sus derivados, mediante estaciones de servicio y/o instalaciones adecuadas a ese objeto.

Tercera Revisión

Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.2017.1632, emitida el 07 de julio de 2017

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 258/2018 del 29 de noviembre de 2018 decidió otorgar la calificación de **"AA+" (Doble A más)** a la Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. por un monto de tres millones cien mil dólares (USD 3'100.000,00).

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 Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo - PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- Desde sus inicios una de las fortalezas que ha tenido PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., ha sido la atención personalizada hacia sus clientes, internalizándolo como uno de sus valores inamovibles, con el fin de dar un valor agregado en un mercado tan competitivo como es el de la comercialización de combustibles.
- El crecimiento de los establecimientos afiliados en la red de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. desde 1995 ha sido constante, es así como de 2 estaciones afiliadas en ese año pasaron a tener 80 a

mediados del año 2013, para finalmente posicionarse como una marca que cuenta con 91 afiliadas hasta el momento.

- Actualmente la empresa está liderada por profesionales de primer nivel, así como más de cien colaboradores que han logrado posicionarla en el “top 100” de las empresas más grandes del país.
- PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. maneja una estructura corporativa que se encuentra encabezada por el Consejo de Administración cuya finalidad es establecer los lineamientos estratégicos a ser ejecutados por la Gerencia General y a cada una de las unidades de la compañía.
- Las ventas de la compañía denotan una tendencia creciente, es así que pasaron de USD 172,96 millones en el año 2015 a USD 186,46 millones en diciembre de 2017, lo que fue impulsado desde dos vías, incremento de estaciones afiliadas e incremento del volumen de ventas por cada estación. Para los periodos interanuales, las ventas mantienen su tendencia al alza, puesto que pasaron de USD 137,11 millones en septiembre de 2017 a USD 145,13 millones en septiembre de 2018, lo que responde a mayores ventas de combustible, en donde continúa siendo la gasolina extra su mayor fuente de ingresos.
- Los ingresos alcanzados por PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. le permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos, alcanzando una utilidad operativa para todos los periodos bajo análisis, es así que a partir del año 2014 pasó de representar el 0,36% de los ingresos a 0,67% de los ingresos al cierre de 2017 lo que obedece al mencionado incremento en las ventas y un trato constante en sus costos y gastos. Al 30 de septiembre de 2018, el comportamiento de los gastos operacionales provocó que la compañía alcance un margen operacional que representó el 0,76% de los ingresos, evidenciando un ligero incremento en relación a septiembre de 2017 (0,72% de los ingresos), gracias al comportamiento al alza de sus ventas, así como un mejor control de sus gastos.
- La utilidad neta no superó el 1% en su representación frente a los ingresos durante el periodo analizado, es así que luego de significar el 0,32% en diciembre de 2016, pasó a 0,29% en diciembre de 2017, denotándose que la empresa ha presentado resultados estables. A septiembre de 2018, la utilidad neta se ubicó representó el 0,40% de los ingresos operacionales, porcentaje levemente inferior a lo reportado en septiembre de 2017 (0,46% de los ingresos operacionales), como consecuencia del aumento de los gastos financieros y el impuesto a la renta.
- A partir del año 2014, el EBITDA (acumulado) mostró una tendencia ligeramente variable, la cual estuvo atada al comportamiento de su utilidad operativa, es así que pasó de representar en diciembre 2017 un porcentaje de 0,82%, luego de haber significado el 0,74% de los ingresos en 2016. Para septiembre de 2018 el EBITDA (acumulado) representó apenas el 0,85% de los ingresos operacionales, mientras que a septiembre de 2017 fue 0,80%. A pesar de los porcentajes arrojados, se evidenció que la compañía genera el flujo suficiente para cubrir los gastos generados por la adquisición de deuda.
- Durante el periodo analizado, los activos totales de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. presentaron una tendencia creciente marcada, puesto que pasaron de USD 14,64 millones en 2014 a USD 20,99 millones para diciembre de 2017 y USD 21,66 millones en septiembre de 2018, lo que se justifica principalmente en el aumento de sus activos financieros no corrientes, propiedad, planta y equipo, así como de otras cuentas por cobrar.
- Los pasivos son la principal fuente de fondeo de la empresa, mismos que presentaron un comportamiento creciente durante el periodo analizado, es así que pasaron de USD 9,82 millones (67,06% de los activos totales) en el año 2014 a USD 14,24 millones (67,85% de los ingresos) para diciembre de 2017 y USD 14,33 millones (66,16% de los activos totales) en septiembre de 2018, lo que estuvo fundamentado principalmente por el aumento de sus obligaciones financieras de largo plazo.
- La deuda financiera presentó una tendencia ligeramente fluctuante dentro del financiamiento de los activos, no obstante, se mantuvo dentro del rango del 30% sobre los activos, es así que pasó de financiar el 31,05% en el año 2015, a un 39,30% en diciembre de 2017 y un 33,79% en septiembre de 2018. La deuda financiera estuvo conformada en mayor medida por las obligaciones con en el Mercado de Valores y le siguen las obligaciones vigentes con la banca.
- El patrimonio de la compañía registró un comportamiento creciente para los ejercicios económicos analizados, es así que pasó de USD 4,82 millones (32,94% de los activos totales) en 2014 a USD 6,75 millones (32,15% de los activos) en diciembre de 2017 y USD 7,33 millones (33,84% de activos) en septiembre de 2018, comportamiento que se justifica por el aumento de su capital social.
- PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., presenta una adecuada capacidad de pago sobre sus pasivos corrientes mediante sus activos de corto plazo, alcanzando indicadores de razón circulante que sobrepasan la unidad para todos los periodos analizados.

- Como resultado del aumento del patrimonio, el indicador de apalancamiento (pasivo total/ patrimonio) decreció hasta el año 2016 y en su parcial de septiembre de 2018. No obstante, para diciembre de 2017, éste creció levemente, como efecto del aumento en su deuda con costo.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. celebrada el 03 de abril de 2017, resolvió por unanimidad autorizar el proceso de la Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo, por un monto de hasta USD 3'100.000,00.
- Posteriormente con fecha 10 de mayo de 2017, por medio de Escritura Pública se suscribió el contrato de la Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo, ante la cual comparecieron PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. como Emisor y CONSULTORA LEGAL Y FINANCIERA CAPITALEX S.A. como Representante de los Obligacionistas (ahora MOBO LAW FIRM CHERREZ & PROAÑO CIA. LTDA.).
- Con fecha 20 de julio de 2017, Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL inició la colocación de los valores, determinando que hasta el 25 de julio de 2017 colocó el 100,00% de los valores aprobados (USD 3,10 millones).
- La Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros), los mismos que se detallan a continuación:
 - ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores
 - b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - ❖ Al 30 de septiembre 2018, el emisor cumplió con todos los resguardos mencionados anteriormente.
- El Emisor se compromete a limitar su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación de activos establecida en el literal F, art 164 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.
 - ❖ Al 30 de septiembre de 2018, el emisor cumplió con lo estipulado anteriormente.
- Al 30 de septiembre de 2018, la compañía presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 14,55 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 11,64 millones, cifra que genera una cobertura de 3,82 veces sobre el saldo de capital de la emisión de obligaciones objeto de la presente calificación, determinando de esta manera que el saldo de capital de la Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Es así que, de acuerdo al periodo transcurrido y que se incluye dentro del horizonte de proyección, se observa que los resultados se dieron en la mayoría de casos de acuerdo a dichas proyecciones.

Riesgos Previsibles en el Futuro

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

- Situaciones económicas adversas que afecten el poder adquisitivo de los ecuatorianos, lo cual afectaría el consumo interno y por ende la caída en las ventas de la empresa.
- La compañía podría estar expuesta al desabastecimiento de materia prima, sin embargo mitiga dicho riesgo manteniendo como principal proveedor a EP PETROECUADOR, la cual tiene la capacidad de abastecer de materia prima todo el año, ya que la producción de la misma es necesaria para sustentar la economía del país.
- Existe el riesgo de que los competidores actuales incrementen su cantidad de estaciones de servicio, para mejorar sus condiciones de mercado.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.

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

Primero se debe establecer que los activos que respaldan la presente emisión son: documentos y cuentas por cobrar a corto plazo y otras cuentas y documentos por cobrar no relacionados libres de gravamen, pertenecientes a PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser los siguientes:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de los documentos y cuentas por cobrar que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de los documentos y cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración. Sin embargo, es importante mencionar que la cartera de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. es manejada bajo estrictas políticas de crédito y al tener un importante portafolio de clientes mitiga este riesgo en gran medida.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago, con la finalidad de mitigar este riesgo la empresa realiza un adecuado análisis de crédito mediante parámetros establecidos.
- 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, las cuentas y documentos por cobrar que respaldan la emisión tienen un bajo grado para ser liquidadas, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar.

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

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

Al 30 de septiembre 2018, la empresa registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a vinculadas por USD 0,24 millones, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

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

Adicionalmente, conforme certificado de la empresa, dentro de las cuentas por cobrar de la compañía que respaldan la emisión, no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo - PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. celebrada el 03 de abril de 2017.
- Escritura de la Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo del 10 de mayo de 2017.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 30 de septiembre de 2017 y 30 de septiembre de 2018.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

Con base 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 previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

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

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

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

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Santo Domingo, con fecha 03 de abril de 2017, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., la misma que estuvo conformada por el 100% de sus accionistas y que resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice una Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo por un monto de hasta USD 3'100.000,00, bajo las características que se muestran a continuación y que constan además en el contrato de emisión respectivo suscrito el 10 de mayo de 2017, entre PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. como Emisor y Colocador y CONSULTORA LEGAL Y FINANCIERA CAPITALEX S.A. como Representante de los Obligacionistas.

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – PETROLRIOS C.A.						
Emisor	PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A.					
Capital a Emitir	USD 3'100.000,00					
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.					
Forma de Negociación	Bursátil.					
Características	Clase	Monto	Plazo	Tipo	Valor Nominal	Tasa de Interés
	A	1.100.000,00	720 días	Desmaterializado	Desde USD 1,00	8,50% Tasa Fija Anual
	B	1.000.000,00	1440 días	Desmaterializado	Desde USD 1,00	10,00% Tasa Fija Anual
	C	1.000.000,00	1800 días	Desmaterializado	Desde USD 1,00	9,50% Tasa Fija Anual
Rescates Anticipados	No contempla redención, sorteos ni rescates anticipados.					
Contrato de Underwriting	No contempla contrato de Underwriting.					
Tipo de Oferta	Pública.					
Agente Colocador y Estructurador	Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL					
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representante de Obligacionistas	Consultora Legal y Financiera Capitlex S.A. (Ahora MOBO LAW FIRM CHERREZ & PROAÑO CIA. LTDA.)					
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art.162 de la Ley de Mercado de Valores.					
Pago Intereses	Clase A: Serán pagados al vencimiento. Clase B: Serán pagados cada 180 días contados a partir de la fecha de emisión y se calcularán sobre saldos de capital. Clase C: Serán pagados cada 90 días contados a partir de la fecha de emisión y se calcularán sobre saldos de capital.					
Forma de cálculo Intereses	30/360 que corresponden a años de 360 días, 12 meses y meses 30 días cada uno					
Pago de Capital	Clase A: No contempla cupones de capital e intereses, debido a que el capital e intereses se pagará al vencimiento. Clase B: Contempla 6 cupones de capital, mismo que se pagará cada 180 días contados a partir de la fecha de emisión con un periodo de gracia en capital de 360 días. Clase C: Contempla 20 cupones de capital, donde el capital de las obligaciones se pagará cada 90 días contados a partir de la fecha de emisión.					
Fecha de emisión	Fecha en la que se realice la primera colocación de la clase A, B y C, según corresponda.					
Destino de los recursos	Los recursos obtenidos en el presente proceso tendrán como objeto una alternativa de financiamiento con menor costo, siendo destinado un aproximado del 50% para sustitución de pasivos, particularmente para cancelar obligaciones contraídas con instituciones financieras; y, un aproximado del 50% para Capital de Trabajo, particularmente para compra de inventarios, pago a proveedores, entre otros que pudieren surgir en función de la operatividad y giro del negocio de la compañía, quedando el Gerente General y/o Apoderado Especial, expresamente facultados para definir los montos o rangos correspondientes a cada destino y detallar el destino aprobado por la Junta General de Accionistas.					
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.	Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones: <ul style="list-style-type: none"> • Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ul style="list-style-type: none"> ✓ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y 					

	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. • No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. • Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
Límite de Endeudamiento	El Emisor se compromete a limitar su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación de activos establecida en el literal F, art 164 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

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

A continuación se muestra la forma de amortización y el pago de los intereses de la Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo:

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

CLASE A ¹				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
				1.100.000,00
25/07/2019	1.100.000,00	187.000,00	1.287.000,00	-
	1.100.000,00	187.000,00	1.287.000,00	

CLASE B				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
				1.000.000,00
20/1/2018	-	50.000,00	50.000,00	1.000.000,00
20/7/2018	-	50.000,00	50.000,00	1.000.000,00
20/1/2019	125.000,00	50.000,00	175.000,00	875.000,00
20/7/2019	125.000,00	43.750,00	168.750,00	750.000,00
20/1/2020	175.000,00	37.500,00	212.500,00	575.000,00
20/7/2020	175.000,00	28.750,00	203.750,00	400.000,00
20/1/2021	200.000,00	20.000,00	220.000,00	200.000,00
20/7/2021	200.000,00	10.000,00	210.000,00	-
	1.000.000,00	290.000,00	1.290.000,00	

CLASE C				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
				1.000.000,00
20/10/2017	12.500,00	23.750,00	36.250,00	987.500,00
20/1/2018	12.500,00	23.453,13	35.953,13	975.000,00
20/4/2018	12.500,00	23.156,25	35.656,25	962.500,00
20/7/2018	12.500,00	22.859,38	35.359,38	950.000,00
20/10/2018	37.500,00	22.562,50	60.062,50	912.500,00
20/1/2019	37.500,00	21.671,88	59.171,88	875.000,00
20/4/2019	37.500,00	20.781,25	58.281,25	837.500,00
20/7/2019	37.500,00	19.890,63	57.390,63	800.000,00
20/10/2019	50.000,00	19.000,00	69.000,00	750.000,00
20/1/2020	50.000,00	17.812,50	67.812,50	700.000,00
20/4/2020	50.000,00	16.625,00	66.625,00	650.000,00
20/7/2020	50.000,00	15.437,50	65.437,50	600.000,00
20/10/2020	62.500,00	14.250,00	76.750,00	537.500,00
20/1/2021	62.500,00	12.765,63	75.265,63	475.000,00
20/4/2021	62.500,00	11.281,25	73.781,25	412.500,00
20/7/2021	62.500,00	9.796,88	72.296,88	350.000,00
20/10/2021	87.500,00	8.312,50	95.812,50	262.500,00
20/1/2022	87.500,00	6.234,38	93.734,38	175.000,00
20/4/2022	87.500,00	4.156,25	91.656,25	87.500,00
20/7/2022	87.500,00	2.078,13	89.578,13	-
	1.000.000,00	315.875,00	1.315.875,00	

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

Situación de la Emisión de Obligaciones (30 de septiembre de 2018)

Con fecha 07 de julio de 2017, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 3,10 millones, bajo la Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.2017.1632, la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 13 de julio de 2017 y cuyo plazo de vencimiento de la autorización de oferta pública será el 07 de marzo de 2018.

Colocación de los Valores

Con fecha 20 de julio de 2017, Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL inició la colocación de los valores, determinando que hasta el 25 de julio de 2017 colocó el 100,00% de los valores aprobados (USD 3,10 millones).

¹ Pago anual de capital e intereses (al vencimiento)

Saldo de Capital

Hasta el 30 de septiembre de 2018, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas, de la Segunda Emisión de Obligaciones, asciende al valor de USD 3,05 millones, esto después de haber cancelado dos dividendos de la clase b y cuatro dividendos de la clase c.

Garantías y Resguardo

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

- ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - ❖ Al 30 de septiembre de 2018, el emisor cumplió con todos los resguardos mencionados 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 el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Límite de Endeudamiento

El Emisor se compromete a limitar su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación de activos establecida en el literal F, art 164 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

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

CUADRO 5: LIMITACIONES Y RESGUARDOS

INDICADOR	Límite establecido	Sep-18	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez	Mayor o igual a uno (1)	1,64 veces	Sí
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a uno (1)	1,38 veces	Sí

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

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

CUADRO 6: LIQUIDEZ SEMESTRAL (USD)

Rubro	ene-18	feb-18	mar-18	abr-18	may-18	jun-18	PROMEDIO
Activos corrientes(USD)	11.292.360,32	11.692.389,16	12.527.601,96	12.669.223,90	12.288.648,90	12.680.218,90	
Pasivos corrientes (USD)	7.066.561,79	7.372.288,13	7.998.911,98	7.793.524,58	7.185.941,84	7.300.430,55	
Índice Líquidez (Veces)	1,60	1,59	1,57	1,63	1,71	1,74	1,64

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo está respaldada por una Garantía General otorgada por PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que al 30 de septiembre de 2018, PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. alcanzó un total de activos de USD 21,66 millones, de los cuales USD 15,09 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 7: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (SEPTIEMBRE 2018)

Activos	Libres (USD)	%
Disponibles	773.285	5,13%
Exigibles	9.714.411	64,38%
Realizables	176.275	1,17%
Propiedad Planta y Equipo	1.062.999	7,05%
Otros activos	3.361.192	22,28%
TOTAL	15.088.162	100,00%

Fuente PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 30 de septiembre de 2018, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias²”.

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

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de septiembre de 2018, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 14,55 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 11,64 millones, cifra que genera una cobertura de 3,82 veces sobre el saldo de capital de la emisión de obligaciones objeto de la presente calificación, determinando de esta manera que la Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente

² “La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

CUADRO 8: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (SEPTIEMBRE 2018)

Descripción	USD
Total Activos	21.660.606
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos (USD)	39.088
(-) Activos Gravados (USD)	6.572.444
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ³ (USD)	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD) ⁴	499.551
(-) Monto no redimido de Tularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan ⁵ (USD)	-
(-) Derechos Fiduciarios (USD) ⁶	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁷ (USD)	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	14.549.522
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	11.639.618
Capital Emisión Obligaciones a largo plazo	3.050.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	4,77
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	3,82

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente se debe mencionar que al 30 de septiembre de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,07 veces⁸ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de los valores que mantiene en circulación, representa el 24,21% del 200% del patrimonio y el 48,42% del patrimonio al 30 de septiembre de 2018, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 9: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (SEPTIEMBRE 2018)

Descripción	USD
Patrimonio (USD)	7.330.478
200% del Patrimonio (USD)	14.660.956
Capital Primera Emisión Obligaciones a largo plazo	499.551
Capital Segunda Emisión Obligaciones a largo plazo	3.050.000
Total Emisiones	3.549.551
Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio	24,21%
Valores emitidos y por emitir / Patrimonio	48,42%

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

Las proyecciones financieras realizadas por Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL, para el período 2017-2022, 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 2022 PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., alcanzaría una utilidad neta de USD 0,78 millones.

³ Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

⁴ En el monto no redimido existe una diferencia con el detalle de las tablas originales por concepto de aplicación del apartado 5.1 de la NIIF9, conforme lo solicitado en el oficio SCVS-IRQ-DRMV-SC-2018-00008850-O emitido por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, con lo que el monto no redimido con la aplicación es de USD 3.882.856,49

⁵ En los que el emisor haya actuado como Originador

⁶ 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.

⁷ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias

⁸ (Total Activos Deducidos – Emisiones) / (Total Pasivo-emisiones en circulación)

CUADRO 10: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES PROYECTADO (USD)

Rubro	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas netas	186.797.621	198.005.478	207.905.752	214.142.925	218.425.783	222.794.299
Costo de ventas	180.839.649	191.612.079	201.192.683	207.228.463	211.373.033	215.600.493
Utilidad bruta (ebit)	5.957.972	6.393.399	6.713.069	6.914.461	7.052.750	7.193.805
Gastos administrativos y ventas	4.490.027	4.950.137	5.197.644	5.353.573	5.460.645	5.569.857
Depreciación y amortización	165.879	171.685	177.694	183.914	190.350	197.013
Utilidad operativa	1.302.065	1.271.577	1.337.731	1.376.975	1.401.755	1.426.935
Gastos financieros	719.778	734.088	807.472	550.548	492.161	460.355
Otros ingresos/egresos	162.000	188.105	197.510	203.436	207.504	211.655
Utilidad antes de impuestos	744.288	725.594	727.769	1.029.863	1.117.098	1.178.234
Participación Empleados	111.643	108.839	109.165	154.479	167.565	176.735
Impuestos	139.182	135.686	136.093	192.584	208.897	220.330
Utilidad neta	493.463	481.069	482.511	682.799	740.636	781.169

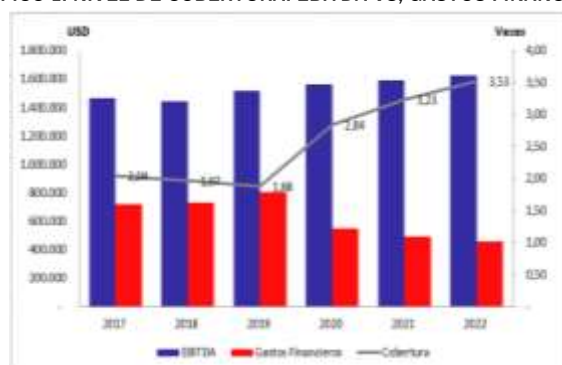
Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El estado de resultados proyectado, considera un incremento en los ingresos del 8,00% para diciembre de 2017, luego para el 2018 aumentaría en un 6,00%, un 5,00% en 2019 y finalmente aumentaría en un 2,00% hasta diciembre de 2022. El costo de ventas mantendría una representación anual del 96,77% sobre los ingresos y los gastos de administración y ventas mantendrían una representación promedio del 2,48% sobre los ingresos ordinarios.

La proyección contempla los gastos financieros correspondientes a las emisiones y al resto de compromisos financieros que mantiene y proyecta la compañía. También considera otros ingresos y egresos y el impuesto a la renta, con lo que la proyección alcanzaría una utilidad neta de USD 0,49 millones en 2017 e incrementaría a USD 0,78 millones en 2022, cuya participación sobre los ingresos pasaría de 0,26% a 0,35% en el mismo orden.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva, la misma que pasaría de 2,04 veces en el año 2017 a 3,53 veces en 2022, denotándose que el emisor gozaría en todos los periodos de una capacidad de pago aceptable de los gastos señalados, en vista de que sus fondos propios superan ampliamente a los gastos financieros que registraría.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, en lo que concierne al flujo de caja, la estructuración contempla la actividad operativa, las inversiones en propiedad, planta y equipo, y las actividades de financiamiento.

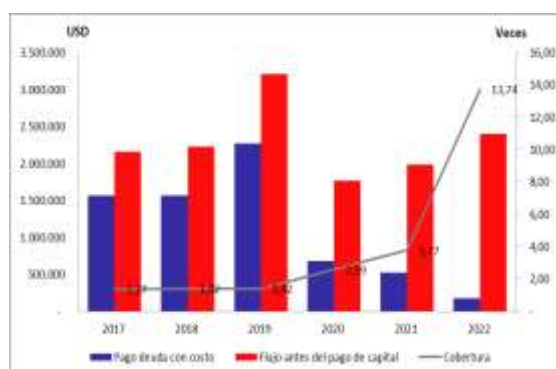
La proyección indica que la compañía poseería el suficiente flujo de caja para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer, incluyendo las relacionadas con los procesos vigentes que PETRÓLEOS DE LOS RÍOS PETROLRIOS C.A. tiene en el Mercado de Valores. Con lo dicho, en el año 2017 la compañía reflejaría un nivel de cobertura de los flujos frente al pago de capital de la emisión de 1,37 veces, aumentando notablemente a diciembre de 2022 cuando tendría una cobertura de 13,74 veces debido a que el pago de la deuda con costo para ese entonces sería mucho menor.

CUADRO 11: FLUJO DE CAJA PROYECTADO (USD) – ESCENARIO MODERADO

Descripción	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Caja Inicial	1.733.058	587.235	657.165	944.354	1.084.487	1.458.019
Depreciación y amortización	165.879	171.685	177.694	183.914	190.350	197.013
Flujo operativo del periodo	2.392.400	1.239.989	1.317.370	1.811.066	2.015.474	2.436.202
Variaciones Varias	(3.298.494)	983.377	1.896.053	(45.742)	(31.409)	(32.037)
FLUJOS DE EFECTIVO OPERATIVO	(906.093)	2.223.366	3.213.423	1.765.325	1.984.065	2.404.164
CAPEX	(11.017)	-	-	-	-	-
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	(11.017)	-	-	-	-	-
Primera emisión de Obligaciones	(685.075,10)	(701.821,70)	(333.034,15)	-	-	-
Segunda emisión de Obligaciones	3.075.000,00	(225.000,00)	(1.575.000,00)	(600.000,00)	(500.000,00)	(175.000)
Deuda Bancos (Salida) entrada	(885.579,24)	(639.380)	(361.035)	(80.838)	(26.045)	-
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	1.504.346	(1.566.202)	(2.269.069)	(680.838)	(526.045)	(175.000)
FLUJO DE EFECTIVO NETO	587.235	657.165	944.354	1.084.487	1.458.019	2.229.164

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁹ VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES A EMITIR



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, en base a lo comentado en el párrafo precedente la Calificadora realizó un análisis de sensibilidad de los flujos proyectados, en donde se afectaron los porcentajes esperados de crecimiento de las ventas totales y la participación de los costos de ventas sobre las ventas mencionadas, con lo cual la compañía aún tendría la capacidad de generar recursos propios para hacer frente a las obligaciones que se generarían el presente proceso. Es relevante mencionar que las afectaciones realizadas fueron las siguientes: pasar de un crecimiento esperado en el 2017 en las ventas totales de 8,00% a uno de 2,00%, luego de un crecimiento esperado de 6,00% en el 2018 a uno de 2,00%, de la misma manera de un crecimiento esperado en el 2019 de 5,00% en ventas totales a uno de 2,00% y finalmente en 2020 pasar de un crecimiento de 3,00% a 2,00%, además se mantuvo el crecimiento esperado en 2021 y 2022 en un 2,00%. Conjuntamente con las afectaciones mencionadas se movieron las participaciones de los costos de ventas sobre las ventas, pasando del valor de 96,77% del total de ventas a uno de 96,83% (obteniendo una variación promedio anual en la utilidad neta de -34,97%, y de -39,61% en el flujo neto del periodo), siendo estos los valores máximos de afectación posibles para que la empresa pueda continuar generando flujos positivos que le permitan cumplir con sus obligaciones. En conclusión esto denota que las proyecciones fueron realizadas en base a preceptos conservadores.

Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

Las ventas hasta septiembre de 2018, alcanzaron un cumplimiento de 106,22% sobre lo estimado para el tercer trimestre de 2018, evidenciando similar comportamiento en los costos de ventas, con un cumplimiento del 106,49%, lo que provocó que su utilidad bruta obtuviera un cumplimiento muy cercano a lo estimado inicialmente (98,21%).

Por su parte los gastos operativos, registraron un cumplimiento del 89,49%, lo que le permitió arrojar una utilidad operacional superior a lo proyectado, con un cumplimiento del 137,36%. En referencia a los gastos

⁹ (*)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de la emisión objeto de análisis en el presente estudio.

financieros, la compañía registró un cumplimiento del 113,69% y luego de descontar otros ingresos/egresos e impuesto a la renta, la compañía arrojó una utilidad neta con un cumplimiento de 177,39%.

CUADRO 12: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

Cuenta	Proy III TRI 2018	Sep-18 Real	Cumplimiento
Ventas	136.623.780	145.126.755	106,22%
Costo de Ventas	132.212.334	140.794.320	106,49%
Utilidad Bruta	4.411.445	4.332.435	98,21%
Gastos administrativos y ventas	3.608.163	3.229.017	89,49%
Utilidad Operacional	803.282	1.103.418	137,36%
Gastos financieros	513.142	583.389	113,69%
Otros ingresos/egresos	129.793	89.984	69,33%
Utilidad (Pérdida) Antes de Participación e Impuestos	419.933	610.013	145,26%
Impuestos	92.385	28.980	31,37%
Utilidad neta	327.548	581.034	177,39%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, el flujo de efectivo final a septiembre de 2018 registró un cumplimiento del 68,81%, no obstante, la compañía ha cumplido con todas sus obligaciones en los tiempos requeridos.

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

Riesgo de la Economía

Sector Real

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

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la constricción de las condiciones financieras y el ajuste necesario de las políticas en Argentina; los efectos de las huelgas y la incertidumbre política en Brasil; y las tensiones comerciales y la prolongada incertidumbre que rodea la renegociación del TLCAN y el programa de políticas del nuevo gobierno en México. Las publicaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización de las Naciones Unidas (ONU) y Comisión

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

Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indican que en 2018 las perspectivas de crecimiento económico para América Latina y el Caribe son positivas (salvo en el caso de Venezuela), aunque podrían verse comprometidas por algunos riesgos a la baja. Para el FMI, el crecimiento regional fue de 1,3% en 2017, y estima un ligero aumento de 1,2% en 2018 y 2,2% en 2019¹¹.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico moderado para el año 2018. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE)¹², el repunte económico del 2,0% en 2018 se daría gracias al aumento en la inversión agregada. Por su parte, los pronósticos de crecimiento del Banco Mundial se reducen a 1,5% en 2018 y 1,6% en 2019¹³. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento del 1,0% en 2018 y 0,9% en 2019¹⁴. De igual forma, el Fondo Monetario Internacional (FMI), rebajó las estimaciones de crecimiento del país a 1,1% en 2018 y 0,7% en 2019¹⁵. El centro de investigación Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes), advierte que ese crecimiento no implica una verdadera recuperación de la economía porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión¹⁶.

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

CUADRO 13: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) II trimestre 2018	17.848,71	Crecimiento anual PIB (t/t-4) II trimestre 2018	0,92%
Deuda Externa Pública como % PIB (noviembre - 2018)	31,86%	Inflación mensual (octubre- 2018)	-0,05%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - sep 2018	-8,28	Inflación anual (octubre - 2018)	0,33%
RI (millones USD al 23 de noviembre - 2018)	2.758,72	Inflación acumulada (octubre - 2018)	0,42%
Riesgo país (28 - noviembre - 2018)	760,00	Remesas (millones USD) II trimestre 2018	767,31
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 28 - nov- 2018)	50,29	Tasa de Desempleo Urbano (III trimestre 2018)	5,20%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹⁷. Al segundo trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 17.848,71 millones y reflejó una variación anual de 0,9% y un crecimiento trimestral de 0,4%, donde el gasto de consumo de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia¹⁸.

Durante enero a septiembre 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 16.275,24 millones, siendo superior en 18,05% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 13.787,17 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (36%), bienes de consumo (18%), bienes de capital (15,6%), materias primas (11,3%) y productos diversos (41,8%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones** totales entre enero y septiembre de 2018 alcanzaron USD 16.266,96 millones, siendo superiores en 15,84% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 14.042,95 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -4,4%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 35,7%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado

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

¹² El crecimiento estimado del 2% obedece a las estadísticas iniciales que publicó el Banco Central. Cabe señalar, que a la fecha el Banco Central no ha actualizado su previsión de crecimiento, pues advirtió que ante el envío de la Ley de Fomento Productivo a la Asamblea Nacional se proyectarían cambios en sus estimaciones iniciales.

¹³ <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/30478/2113735P.pdf>

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

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

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

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

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

de petróleo y derivados que pasó de USD 42,6 durante enero-septiembre 2017 a USD 60,6 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-septiembre de 2018 crecieron en 4,93% frente a 2017, alcanzando USD 9.511,41 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, pactado el 13 de febrero de 2018 por la Cámara de Representantes de Estados Unidos¹⁹. Otro de los factores que benefició este sector fue el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo²⁰. A septiembre 2018 del total de crudo producido, un 22,35% corresponde a producción de empresas privada. A través de la ronda petrolera "Intracampos", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país²¹. En cuanto a la producción promedio diaria a septiembre de 2018, esta alcanzó los 518,5 miles de barriles, siendo un 1,97% inferior a la producción registrada en septiembre de 2017²².

Después de la caída del precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, se muestra un comportamiento menos volátil en lo que va del 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, mientras que en octubre de 2018 llegó a USD 70,75 por barril, no obstante cae a USD 57,02 en promedio hasta el 29 de noviembre 2018.



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

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta octubre de 2018 sumó USD 12.038,34 millones, siendo un 8,29% superior a lo registrado entre enero-octubre 2017 (USD 11.116,62 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 5.558,70 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.975,39 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 987,45 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 833,34 millones²⁴.

La **inflación** anual en octubre de 2018 fue de 0,33%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en -0,05%, lo que se debe, principalmente a la disminución en los precios de los segmentos de comunicaciones; muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar; y, prendas de vestir y calzado.

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

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

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

²² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/indice.htm>

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

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

En referencia al **salario nominal promedio**, en octubre de 2018, alcanzó USD 450,26²⁵; mientras que el **salario unificado nominal** fue fijado en USD 386,00; reflejando un incremento frente a los rubros del año 2017 (USD 437,44 y USD 375,00 respectivamente). En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 106,92 para este mes²⁶. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a octubre de 2018, ésta se ubicó en USD 714,31²⁷, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 100,87% del costo de la canasta

En relación a los indicadores laborales a septiembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 68,1% se encuentra económicamente activa (8,27 millones de personas); para el mismo periodo se aprecia que el **empleo bruto nacional** se ubicó en 65,4% (66,0% a septiembre de 2017); la tasa de **desempleo** nacional alcanzó 4,0% (4,1% a septiembre de 2017); y el **empleo adecuado**, fue de 39,6%, inferior en 0,8% al registrado en septiembre de 2017 (40,4%)²⁸. De manera técnica, las variaciones en las cifras laborales no son estadísticamente significativas, es decir, que los indicadores se mantienen estables en relación a agosto de 2017²⁹. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral³⁰.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 24,5% a junio de 2018; el resultado anterior presentó un incremento de 1,4% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 9,0% a junio de 2018, reflejando un incremento de 0,6% en relación a junio de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (14,1%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (4,6%), mientras que Cuenca es la que presenta menor tasa de pobreza (2,8%) y menor pobreza extrema (0,2%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde este indicador triplica al obtenido en las ciudades³¹. Según el INEC, la pobreza en el área rural alcanzó el 43,0% en junio del 2018. Cabe señalar que, para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en el mes de junio de 2018 se ubicaron en USD 84,72 y USD 47,74 mensuales por persona respectivamente³².

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 5,32% para noviembre de 2018, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 8,47%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,15%³³.

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 vivienda³⁴.

El flujo de **remesas** que ingresó al país el II trimestre de 2018 totalizó USD 767,31 millones, cifra superior en 7,31% con respecto al I trimestre de este año y mayor en 9,79% en relación al II trimestre del 2017. El incremento se atribuye de manera especial al crecimiento y dinamismo de la economía estadounidense y por la acentuación de su política migratoria, que presionó a los migrantes a remitir más recursos. Al II trimestre de 2018, el 90,74% del total de remesas recibidas provinieron de Estados Unidos (USD 438,24 millones), España

²⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201810.pdf>

²⁶ 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.

²⁷ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Octubre-2018/Boletin_tecnico_10-2018-IPC.pdf

²⁸ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Septiembre-2018/092018_Mercado%20Laboral.pdf

²⁹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/10/16/nota/7002953/ecuador-cifras-empleo-desempleo-empleo-adecuado-se-mantiene>

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

³¹ <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuatorianos-cifras-pobreza-inec-2018.html>

³² http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Junio-2018/Informe_pobreza_y_desigualdad-junio_2018.pdf

³³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

³⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIT-2018.pdf>

(USD 196,90 millones), Italia (USD 39,08 millones) y México (USD 22,04 millones). Guayas, Azuay y Pichincha concentraron el 64,90% del total de remesas (USD 497,96 millones)³⁵.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2018 fueron de USD 205,01 millones; monto superior en 8,58% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 188,81 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras, transporte, almacenamiento y comunicaciones, industria manufacturera y servicios prestados a empresas. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de México, España, Canadá, Chile, China, Uruguay, Estados Unidos, Francia, y otros³⁶.

Al mes de octubre de 2018, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 35.192,7 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 12,79% superior con respecto a octubre de 2017 (USD 31.205,7 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta septiembre 2018 fue de USD 8.013,3 millones, que equivale al 7,32% del PIB³⁷, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de octubre de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 44,8% del PIB³⁸, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 48.000 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB³⁹.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017. 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 23 de noviembre de 2018 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 2.758,72 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 externo⁴⁰.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas en la Ley de Fomento Productivo, es el de incentivos tributarios; entre ellos, la exoneración por 15 años del impuesto a la renta a las nuevas inversiones en industrias básicas⁴¹. El déficit del presupuesto del Estado entre enero y septiembre de 2018 se redujo en USD 1.664 millones, es decir un 57% en relación al mismo periodo del 2017, lo cual significa que las necesidades de financiamiento del presupuesto general del Estado se reducen. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, se estima alcanzar un déficit global del 4,1% del PIB y un déficit primario del 1,2% para finales del 2018⁴². Además, entre las medidas del Plan de Prosperidad 2018-2021, se cuentan la reducción del subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial⁴³.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

La empresa PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. fue constituida el 24 de octubre de 1994 con plazo de duración de 30 años, teniendo como objetivo principal la venta al por mayor y menor de gasolina, lubricantes, combustibles, petróleo, y sus derivados, mediante estaciones de servicio y/o instalaciones adecuadas a ese

³⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201802.pdf>

³⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

³⁷ La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.453,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

³⁸ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2018/11/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%BAblica-Octubre-2018.pdf>

³⁹ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

⁴⁰ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

⁴¹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

⁴² <https://www.elcomercio.com/actualidad/deficit-fiscal-baja-enero-septiembre.html>

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

objeto. En su inicio la empresa expendía combustible en dos estaciones de servicio “San Camilo” y “Servicentro Quevedo”, ubicadas en la provincia de Los Ríos, en la ciudad de Quevedo, en este mismo año aplica al decreto 205 para calificarse como Comercializadora de combustibles a nivel nacional. En enero de 1995, la empresa recibió la aprobación de las autoridades y firmó el contrato de abastecimiento, consecuentemente inicia sus operaciones como comercializadora de combustibles.

La empresa concentró su crecimiento o en la Región Litoral Ecuatoriana en proyectos ubicados en las principales vías de tránsito de la costa ecuatoriana. Desde sus inicios una de sus fortalezas ha sido la atención personalizada hacia sus clientes, internalizándolo como uno de sus valores inamovibles, con el fin de dar un valor agregado en un mercado tan competitivo como es el de la comercialización de combustibles.

El crecimiento de los establecimientos afiliados en la red de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. desde 1995 ha sido constante, es así como de 2 estaciones afiliadas en ese año pasaron a tener 80 a mediados del año 2013, para finalmente posicionarse como una marca que cuenta con 91 estaciones afiliadas actualmente

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 30 de septiembre 2018, PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. presentó un capital suscrito y pagado que asciende a la suma de USD 3,95 millones y se encuentra dividido en 3’953.126 acciones con un valor nominal de USD 1,00 cada una.

CUADRO 14: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	Participación
Viviana Vanesa Paredes Ramos	1.435.172,00	36,30%
José Patricio Paredes Ramos	1.258.977,00	31,85%
Manuel Fernando Paredes Ramos	1.258.977,00	31,85%
Total	3.953.126,00	100,00%

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. /Elaboración: Class International Rating

PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. mantiene como órgano supremo de gobierno a la Junta General de Accionistas, mientras que la administración es ejecutada a través del Presidente y del Gerente General, los cuales deberán cumplir con las funciones determinadas en el estatuto de constitución de la sociedad. Adicionalmente, estos mantendrán una estructura de apoyo conformada por tres áreas de soporte y siete gerencias las cuales se encargan del perfecto desarrollo operativo de la compañía.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. /Elaboración: Class International Rating

Dentro de los principales ejecutivos que se encuentran laborando para la compañía, se pueden identificar a profesionales con una larga trayectoria en el sector en el que se desenvuelve PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., lo que ha facilitado el cumplimiento de todas las metas y objetivos propuestos, siendo esto de gran importancia para el desarrollo de los nuevos proyectos en los que está emprendiendo la compañía.

CUADRO 15: PRINCIPALES EJECUTIVOS

Cargo	Nombre
Presidente	Manuel Fernando Paredes Ramos
Gerente	Viviana Vanesa Paredes Ramos
Subgerente	José Patricio Paredes Ramos
Gerente Administrativo	Eloy Muckay Basurto
Contralor General	Luis Hernán Espinoza

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. /Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. maneja una estructura corporativa que se encuentra encabezada por el Consejo de Administración cuya finalidad es establecer los lineamientos estratégicos a ser ejecutados por la Gerencia General y a cada una de las unidades de la compañía.

La compañía no cuenta con un directorio, sin embargo la plana gerencial cuenta con funcionarios altamente calificados con varios años de experiencia en el negocio. La compañía dada su naturaleza familiar, ha implantado la asesoría técnica de protocolo familiar con la finalidad de desarrollar una estructura de Buen Gobierno Corporativo.

Los socios de la empresa conforman el consejo administrativo, de esta manera las decisiones se toman basándose en un riguroso análisis de la información financiera. Lo cual facilita una valoración equilibrada de la situación actual del negocio sin perder de vista el futuro de la compañía.

Con el fin de velar por el buen manejo de la empresa, los socios contratan servicios de auditorías externas y asesorías en procesos, para de esta manera trabajar con la información más exacta y eficaz que se pueda.

Empleados

Al 30 de septiembre de 2018, la compañía registró en su nómina a 92 colaboradores al igual que a finales de 2017, al respecto la empresa reporta que no hubo un mayor aumento en personal, y que más se dieron reemplazos de posiciones. Los trabajadores se encontraron divididos en diferentes áreas, siendo el área comercializadora donde se concentra la mayor fuerza laboral.

Es importante mencionar que PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. no posee sindicatos ni comités de empresa que puedan afectar al normal desempeño de las operaciones, por el contrario, la compañía mantiene excelentes relaciones con todos sus colaboradores.

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

Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 16: VINCULACIÓN POR ADMINISTRACIÓN

CARGO EN	PERSONA VINCULADA	EMPRESA VINCULADA	CARGO EN EMPRESA
----------	-------------------	-------------------	------------------

PETROLRIOS	NOMBRE	RAZÓN SOCIAL	VINCULADA
PRESIDENTE	Paredes Ramos Manuel	NEGOCIOS COMERCIO E INDUSTRIAS PAREDES Y RAMOS S.A.	PRESIDENTE
GERENTE	Paredes Ramos Viviana	COMPAÑIA JOVANMA S.A.	PRESIDENTE
ADMINISTRADOR	Paredes Ramos José Patricio	ANA LUCÍA RAMOS HERRERA CIA. LTDA	PRESIDENTE
		COMPAÑIA JOVANMA S.A.	GERENTE GENERAL
		DICERPA S.A.	GERENTE GENERAL

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 17: VINCULACIÓN POR PROPIEDAD

Cargo en Petrolrios	Persona Vinculada		Empresa Vinculada	
	Apellidos	Nombres	Razón Social	Cargo en empresa vinculada
Presidente	Paredes Ramos	Manuel Fernando	Negocios Comercio e Industrias Paredes & Ramos S.A.	Presidente-Accionista
			Ana Lucila Ramos Herrera Cia. Ltda.	Accionista
			Compañía de Transporte Petrokasama S.A.	Accionista
			Trasansa S.A.	Accionista
			Compañía Jovanma S.A.	Accionista
Gerente	Paredes Ramos	Viviana Vanessa	Transporte Pesados Vraco S.A.	Accionista
			Negocios Comercio e Industrias Paredes & Ramos S.A.	Accionista
			Ana Lucila Ramos Herrera Cia. Ltda.	Accionista
			Compañía Jovanma S.A.	Presidente-Accionista
Administrador	Paredes Ramos	José Patricia	Dicerpa S.A.	Accionista
			Ana Lucila Ramos Herrera Cia. Ltda.	Presidente-Accionista
			Compañía Jovanma S.A.	Gerente General-Accionista
			Dicerpa S.A.	Accionista

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 18: VINCULACIÓN POR PARENTESCO

Empresa Vinculada	Persona Vinculada		Cargo
	Razón Social	Apellidos	
Ana Lucila Ramos Herrera Cia. Ltda.	Paredes Ramos	Manuel	PRESIDENTE
Negocios Comercio e Industrias Paredes & Ramos S.A.	Paredes Ramos	Manuel	
Dicerpa S.A.	Paredes Ramos	Manuel	
Ana Lucila Ramos Herrera Cia. Ltda.	Paredes Ramos	Viviana	GERENTE
Negocios Comercio e Industrias Paredes & Ramos S.A.	Paredes Ramos	Viviana	
Dicerpa S.A.	Paredes Ramos	Viviana	
Ana Lucila Ramos Herrera Cia. Ltda.	Paredes Ramos	José Patricio	SUBGERENTE
Negocios Comercio e Industrias Paredes & Ramos S.A.	Paredes Ramos	José Patricio	
Dicerpa S.A.	Paredes Ramos	José Patricio	

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

Otros Aspectos de la Empresa

Productos

En cuanto a las líneas de negocio en las que la compañía se desenvuelve para comercializar y distribuir combustibles y lubricantes se encuentran las siguientes:

CUADRO 19: LÍNEAS DE NEGOCIO

Línea
Comercializadora de Combustibles
Estaciones Propias
Venta de llantas y lubricantes.

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

La división comercializadora de combustibles es la que vende combustibles a las estaciones afiliadas y a las industrias. Las estaciones adquieren productos como gasolina súper, gasolina extra y diésel Premium, mientras que las industrias adquieren el producto diese dos (diésel industrial). La venta de los mencionados productos se realiza desde los siguientes puntos: Terminal de Beaterio, Terminal de Santo Domingo, Terminal de Esmeraldas, Terminal de Barbasquillo, Terminal de Pascuales, Terminal de Chaullabamba.

Desde los mencionados puntos de venta se despachan los distintos tipos de combustibles a las 91 diferentes estaciones afiliadas a nivel nacional, el despacho se realiza por medio de tanqueros contratados para el efecto.

Finalmente la empresa también vende combustibles a los consumidores finales en sus estaciones propias, mismas que son de propiedad de los socios pero cuyas ventas factura PETROLRIOS, con excepción de la estación de nombre “Pedro Carbo II”, que es parte de los activos de la empresa. A continuación un detalle de las estaciones:

CUADRO 20: ESTACIONES PROPIAS

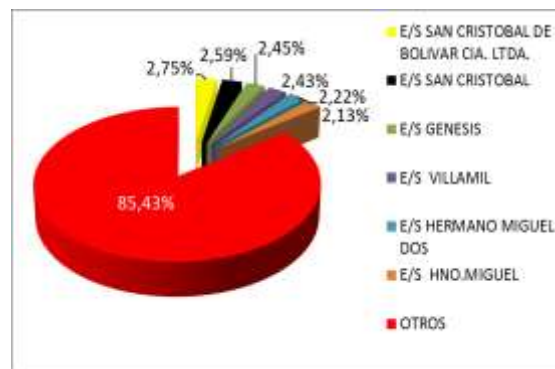
Línea
La Chiquita
Servicentro
San Camilo
Pedro Carbo II
Lomas de Sargentillo
Fon Fay
Nobol
División Serviteca

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

Clientes

El portafolio de clientes que mantiene PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., no presenta concentración ni dependencia sobre un solo cliente, más bien mantiene una distribución con empresas que participan máximo en un 2,75%. Es así que al 30 de septiembre de 2018, su principal demandante fue SAN CRISTOBAL DE BOLIVAR CIA. LTDA., con el 2,75%, seguido por SAN CRISTOBAL con el 2,59% y GÉNESIS con el 2,45%. En el siguiente gráfico se puede observar un detalle de lo mencionado, en la categoría Otros se encuentran agrupados los clientes con participaciones de hasta el 2,5%.

GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES (SEPTIEMBRE 2018)



Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

En cuanto a la estructura y funcionamiento del departamento crediticio de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., es importante mencionar que la compañía otorga un crédito en las compras de combustible a su red de afiliados de 4 días desde la fecha de facturación, para el segmento industrial el crédito es de hasta 30 días. En la línea de llantas y lubricantes el crédito se encuentra entre los 30 a 120 días.

Al referirnos a la cartera de la compañía, se debe indicar que al 30 de septiembre de 2018, estuvo conformada en su mayoría por cartera por vencer, es decir el 97,23% (92,86% a diciembre de 2017), y sumada a la cartera vencida hasta 30 días (considerada como normal en el ámbito comercial), alcanzó el 97,29%, lo que demuestra que la cartera de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. es sana, pues apenas el 2,71% pertenece a cartera vencida a más de 31 días.⁴⁴

⁴⁴ Dentro de la estructura de la cartera, la empresa toma en cuenta a otros documentos por cobrar a relacionados.

GRÁFICO 6: ESTRUCTURA DE LA CARTERA (SEPTIEMBRE 2018)



Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que la empresa registró un rubro de otras cuentas por cobrar de USD 5,08 millones a septiembre de 2018, el mismo que no es tomado en cuenta en el cálculo de la cartera, ya que son valores adeudados por empresas afiliadas, y tienen un máximo de 4 días de crédito.

Proveedores

El principal proveedor de PETROLRIOS C.A. es EP PETROECUADOR, mismo que produce o importa los combustibles que comercializa la empresa, por tal motivo no existe riesgo de que el proveedor desaparezca del mercado.

Estrategias y Políticas de la Empresa

La estrategia principal de la compañía, se focaliza en el incremento del volumen de ventas mediante la apertura de nuevas estaciones de servicio a través del aumento de su red y afiliados. Además cuenta con estrategias específicas encaminadas a dar valor agregado a sus clientes, a continuación se detallan las mismas: Atención personalizada, negociación concertada, asesoramiento financiero, apoyo mercadotécnico.

Política de Precios

El precio de los productos Gasolina Extra, Diésel y Premium y el producto Super se ajusta de acuerdo a las negociaciones con las estaciones, es decir el precio de terminal se incrementa una comisión entre el 1,00% y el 2,00%.

El producto diésel industrial se negocia a precio de terminal más una comisión entre el 6,00% y el 7,00%, con un margen mayor debido a que el producto se vende a los consumidores finales.

Para las otras líneas se calcula el precio de venta mediante el cálculo del costo (CIF+aranceles) más un 20% de margen por la intermediación, cuando el producto se vende al cliente final por intermedio de las "Servitecas" el margen sube un 10%.

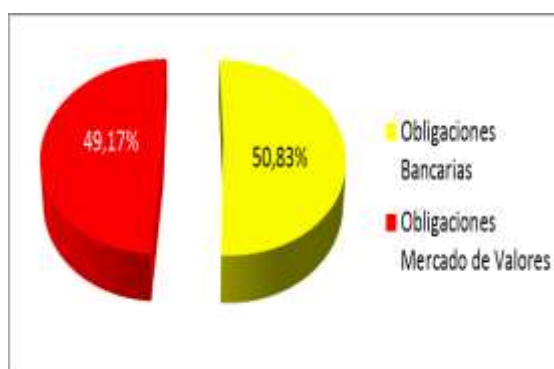
Finalmente, el presidente de la República, dispuso la eliminación del subsidio que tenía la gasolina súper mediante Decreto Ejecutivo 490, firmado el 23 de agosto de 2018.

Política de Financiamiento

Durante el periodo analizado, PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. ha manejado una estructura de financiamiento donde predominan los pasivos.

La compañía ha financiado gran parte de sus inversiones con recursos de terceros, siendo parte fundamental para los inicios de su operación los obtenidos de entidades financieras como Banco del Pichincha, Banco del Pacífico, Banco Internacional, Produbanco, Banco de Guayaquil y Banco de Machala. Asimismo se debe indicar que la compañía, en los años 2014 y 2017, financió sus operaciones con emisiones de obligaciones, con la finalidad de obtener mejores condiciones de fondeo para su actividad.

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA CON COSTO (SEPTIEMBRE 2018)



Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

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

Los combustibles que se comercializan son adquiridos de EP PETROECUADOR, este mismo producto sin ningún tipo de alteración se entrega a los clientes, por lo tanto el estándar de calidad, así como las dimensiones de calidad son establecidas por la compañía estatal mencionada y se encuentran bajo las normas de calidad INEN.

PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. garantiza a su red de afiliados que los combustibles que distribuye se encuentran en las mismas condiciones que fueron adquiridos a EP PETROECUADOR.

En el caso de los otros productos como llantas, aceites y anexos, la empresa transmite a cada uno de los clientes, la garantía que el fabricante de los productos ha establecido, cabe recalcar que PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. distribuye exclusivamente productos de alta calidad certificada bajo parámetros nacionales e internacionales.

Se debe indicar además que la compañía está regida por las regulaciones tradicionales, las mismas que están definidas por diferentes entes gubernamentales, los cuales vigilan el cumplimiento de normas y procesos determinados en sus distintas operaciones. Así, entre otros organismos reguladores a los que se encuentra sujeta la compañía, están: el Servicio de Rentas Internas, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, IESS, Ministerio de Relaciones Laborales, Ministerio del Ambiente, entre otros.

Finalmente se debe mencionar que dentro de las regulaciones gubernamentales a las que está sujeta la empresa, se pueden destacar las siguientes:

- Decreto Ejecutivo No. 2024 que regula la Comercialización, Distribución, Transporte y Almacenamiento de Derivados de Hidrocarburos.
- Decreto Ejecutivo No. 575 que regula los precios de combustibles.
- Decreto Ejecutivo # 1215 que regula los aspectos medio ambiental del manejo de los hidrocarburos.
- Reglamentos y Normas que se emiten para la actividad hidrocarburífera.

- Los diferentes códigos y leyes que regulan a las empresas en materia tributaria, laboral, social, societaria, etc.

Responsabilidad Social y Ambiental

En cuanto a la responsabilidad social basada en los valores institucionales, la administración determinó planes enfocados a la preservación y mínimo impacto ambiental mediante la inspección y monitoreo continuo de las actividades del giro de negocio con el objetivo de evitar un posible impacto a la naturaleza.

El departamento administrativo de la empresa ha desarrollado diferentes planes de mejora continua de la responsabilidad social basados en los valores de la empresa, estos planes se encuentran enfocados a:

- **Capacitación:** Elaboración anual de planes de capacitación permanente a los afiliados y personal técnico y administrativo de la Comercializadora en temas ambientales, superación personal y seguridad promoviendo dentro de la red la adopción de políticas adecuadas de protección del medio ambiente, buenas relaciones con la comunidad y el uso de nuevas y más eficaces tecnologías para la conservación del medio ambiente y el óptimo aprovechamiento de los recursos.
- **Mejora Continua:** La alta dirección se halla comprometida en la mejora continua de sus propias políticas de gestión ambiental otorgando los recursos apropiados para que las metas ambientales se cumplan planificada y rigurosamente.
- **Ayuda Social:** En relación al entorno social, la empresa contribuye considerablemente con apoyo económico a escuelas, ancianatos y otras organizaciones de ayuda a la comunidad en los lugares donde existen estaciones afiliadas.

Por otro lado, en lo que a responsabilidad ambiental se refiere, PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. mantiene un compromiso ante sus clientes y afiliados de contribuir con el desarrollo sostenible de las operaciones de comercialización y expendio de combustibles previniendo y reduciendo los impactos ambientales negativos y manteniendo o inclusive mejorando los impactos positivos que puedan generarse en dichas operaciones. Para esto la empresa ha establecido objetivos y metas claras, las cuales son severamente supervisadas y descansa su acción ambiental sobre dos pilares fundamentales, la prevención de la contaminación y conservación ambiental.

Riesgo Legal

Al 30 de septiembre de 2018, según la administración de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., la compañía se encuentra inmersa en cuatro procesos legales, actuando como demandante contra el SRI, por impugnaciones de impuestos, anticipos y glosas, el valor total de la suma de las cuatro demandas es de USD 0,98 millones. Cabe resaltar que estas demandas no representan riesgo alguno para la empresa ya que actúa como demandante.

Eventos importantes

- PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. renovó 4 contratos con filiales y firmó 3 contratos para proyectos nuevos.
- Mediante escritura pública celebrada ante la Notaría Septuagésima quinta del cantón Quito, con fecha 24 de octubre de 2017 y conforme lo resolvió la Junta General Universal y Extraordinaria de Accionistas del 17 de octubre de 2017, se realizó un aumento de capital social por un monto de USD 1,19 millones mediante aporte para futura capitalización (compensación de crédito), Utilidades no Distribuidas y Reserva Legal de la compañía, por lo cual el capital a la fecha asciende a USD 3,95 millones.

Liquidez de los títulos

Con fecha 20 de julio de 2017, Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL inició la colocación de los valores, determinando que hasta el 25 de julio de 2017 colocó el 100,00% de los valores aprobados (USD 3,10 millones).

Al 30 de septiembre de 2018, PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. presentó dos emisiones en el Mercado de Valores, conforme al siguiente detalle:

CUADRO 21: EMISIONES REALIZADAS (USD, SEPTIEMBRE 2018)

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de Capital
I Obligación a largo plazo	2014	SC.IRQ.DRMV.2014.2113	3.000.000,00	2.881.593,60	499.551
II Obligación a largo plazo	2017	SCVS.IRQ.DRMV.2017.1632	3.100.000,00	3.100.000,00	3.050.000,00

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

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

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

Según lo mencionado por la Bolsa de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el periodo abril 2018 a septiembre 2018 para los valores de la Emisión de Obligaciones sujeto de calificación en el presente informe; por lo que no se puede calcular dicho indicador al corte mencionado.

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

Situación del Sector

La producción petrolera de Ecuador cayó un 3,5% durante los 7 primeros meses de 2018, comparados con el mismo período de 2017, según lo reportado por el Banco Central, además menciona que entre enero y julio de 2018, la producción petrolera del país andino se ubicó en 109 millones de barriles de petróleo, mientras que en los 7 primeros meses del año pasado llegó a 113 millones de barriles.

El promedio de producción diaria de petróleo en los 7 primeros meses de 2018 fue de 516.000 barriles, mientras en el mismo período del año pasado se ubicó en 535.000 barriles por día.

Del total de petróleo crudo producido en Ecuador entre enero y julio de 2018, apenas un 23% correspondió a producción de empresas privadas y el 77% correspondió a Petroproducción, la filial de la estatal Petroecuador que se encarga de la producción.

La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otro grupo de diez productores elevarán en conjunto la producción de crudo en casi un millón de barriles diarios desde junio hasta finales de año, según se decidió el 23 de junio del 2018. "Mantener el suministro al bajo nivel actual dañaría la demanda y a los consumidores de petróleo" afirmó el ministro de Energía Saudí Jalid al Falih. De esta manera la OPEP acordó ampliar su producción diaria en unos 600.000 barriles (de 159 litros), hasta alcanzar la cifra máxima que se había impuesto a finales del año 2016.⁴⁵

Entre los diversos detonantes que se analizan como causa de la crisis actual de la caída del precio de petróleo, se identifican dos principales motivos: el incremento de la oferta internacional sostenida principalmente en EEUU (productor de petróleo no convencional) y otros países como Irán; y la contracción que ha sufrido la demanda, por la desaceleración en el crecimiento de algunos países que dinamizaron la economía mundial en los últimos años, como China.⁴⁶

⁴⁵ <http://www.elcomercio.com/actualidad/opep-aumentar-produccion-petroleo-exportacion.html>

⁴⁶ <http://www.estrategiaynegocios.net/lasclavesdeldia/863522-330/el-reverso-tenebroso-de-la-ca%C3%ADda-del-petr%C3%B3leo>

Entre enero y mayo de 2018 el gobierno desembolsó USD 738,9 millones por concepto de subsidio a los combustibles, según datos del Banco Central del Ecuador (BCE).

Para el año 2018 el gobierno presupuestó USD 1.798,57 millones por subvenciones al diésel importado, GLP importado, GLP nacional, nafta importada (usada para elaborar gasolinas súper y extra), y otros derivados. Pero según el ministro de Hidrocarburos, el gasto por subsidios está por encima de los USD 3.000 millones anuales entre gas, gasolina y diésel.⁴⁷

El Gobierno ecuatoriano anunció el incremento del precio del galón de la gasolina súper a USD 2,98 y se mejoraría su calidad de 90 a 92 octanos. Respecto al diésel, se aclaró que no se topará el diésel del transporte y se optimizará el subsidio al diésel para el sector empresarial para evitar afectaciones.

Al referirnos a las barreras de entrada a las que está expuesta el sector en el cual se desenvuelve la compañía tenemos: Alta inversión en capital de trabajo, Fuertes regulaciones por parte del Gobierno, Mercado muy competitivo, Limitados márgenes de rentabilidad. Mientras que las barreras de salida serían: Edificios e instalaciones diseñados para la venta y servicios de combustible, compromisos de largo plazo con sus proveedores, entre otros.

Expectativas

El Decreto 490 entró en vigor el lunes 27 de agosto de 2018 y establece un margen de comercialización de USD 0,51 por galón. Este rubro es compartido entre las comercializadoras, distribuidoras y transportistas.

Esta medida, afecta a este sector, debido a que tendrá una utilidad menor por la venta de súper. Incluso, de los USD 0,51 deberá pagar el 12% del impuesto al valor agregado (IVA), es decir, 6 centavos. Además, los distribuidores trabajan con márgenes de ganancia para los otros derivados, fijados hace 15 años.

Este nuevo decreto obligará a los distribuidores a contar con más capital de trabajo para la comercialización de este derivado, aunque hay expectativa de que ciertos usuarios opten por la extra o la ecopaís.⁴⁸

Posición Competitiva de la Empresa

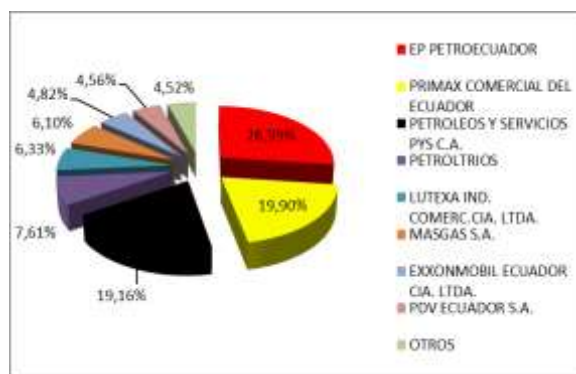
PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. es una compañía que cuenta con más de 20 años de experiencia en el mercado de comercialización al por mayor y menor de combustibles y lubricantes; posicionada principalmente en la región litoral con estaciones de servicio ubicadas en las principales vías de tránsito de la costa ecuatoriana. Posicionamiento fortalecido por el crecimiento constante de los establecimientos afiliados a la red de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., permitiéndole de esta manera alcanzar una cobertura a nivel nacional.

Actualmente la empresa tiene una participación de mercado del 7,61% y sus principales competidores son Primax Comercial del Ecuador, Masgas S.A., Petróleos y Servicios P y S C.A. A continuación un detalle de lo mencionado:

GRÁFICO 8: PRESENCIA EN EL MERCADO DE COMERCIALIZACIÓN DE COMBUSTIBLES (SEPTIEMBRE 2018)

⁴⁷ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/precio-gasolinassuper-gobierno>

⁴⁸ <https://www.elcomercio.com/actualidad/gasolinassuper-alza-precio-decreto-leninmoreno.html>



Fuente: SHE-ARCH. / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, y por considerarse una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de PETROLEOS DE LOS RÍOS PETROLRIOS C.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen:

CUADRO 22: FODA

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
91 estaciones afiliadas, ubicadas en las principales vías del país.	Existe mercado para la apertura de nuevas estaciones afiliadas.
Socios totalmente ecuatorianos, comprometidos con el desarrollo del país.	Desatención que existe entre los clientes de las otras comercializadoras.
Fuerte gobierno corporativo con experiencia y sistemas de participación.	
Más de 20 años en el mercado de la comercialización y venta de combustible y sus anexos	
Equipo de colaboradores preparados y con estabilidad laboral.	
Cartera de clientes fieles a la empresa.	
Exitosos procesos orientados a la satisfacción del cliente.	
Tecnología de punta para brindar el mejor servicio en la distribución y venta de combustible y sus anexos.	
DEBILIDADES	AMENAZAS
Necesidad de venta por volumen.	Cambio en la legislación para la apertura de nuevas estaciones.
Necesidad de altos niveles de capital de trabajo para mantener la operación.	Cambio en la normativa tributaria.
Necesidad de restructuración de pasivos.	

Fuente: PETROLEOS DE LOS RÍOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos de una compañía se vean afectados al encontrarse expuesta a ciertos aspectos o factores de riesgo asociados con su recurso humano, procesos, la tecnología que utiliza, el manejo de la información, entre otros.

Uno de los riesgos a los que está sometido PETROLEOS DE LOS RÍOS PETROLRIOS C.A. podría ser la pérdida de información estratégica para el funcionamiento normal y la continuidad del negocio. Para mitigar estos eventos la empresa tiene políticas y procedimientos cuyos objetivos principales son especificar requerimientos obligatorios mínimos para el uso correcto y la protección de la información, además de proveer un marco para todas las actividades relacionadas con la seguridad de información dentro de PETROLEOS DE LOS RÍOS PETROLRIOS C.A.

Consecuentemente, el objetivo de la seguridad de la información es garantizar:

- **Confidencialidad:** Prevenir que la información sea accedida por individuos, entidades o procesos no autorizados.
- **Integridad:** Proteger la información de la modificación, manipulación o reproducción no autorizada.
- **Disponibilidad:** Asegurar que toda la información y los servicios significativos para los negocios estén disponibles cuando sean requeridos, para los usuarios, entidades o procesos autorizados.
- **No-Repudio:** Asegurar que la información haya sido originada en determinado individuo, entidad o proceso.

Por otro lado, se debe indicar que los activos de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. se encuentran asegurados en diferentes ramas como es incendio, robo y asalto, transporte, rotura de maquinaria, equipo y maquinaria de contratistas, equipos electrónicos, con diferentes compañías aseguradora, con vigencias distintas siendo la mayor hasta el 01 de enero de 2019.

También menciona que la compañía cuenta con un manual de seguridad y salud ocupacional, así como con los respectivos seguros para estos posibles contingentes.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., se realizó en base a los informes financieros auditados de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 junto al Estado de Situación Financiera y Estado de Resultados integrales internos no auditados al 30 de septiembre de 2017 y 30 de septiembre de 2018.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Las ventas de la empresa demuestran en todos los periodos analizados una tendencia creciente, es así que pasan de USD 150,80 millones en el año 2014 a USD 160,02 millones al cierre de 2015 y USD 172,96 millones en diciembre de 2016, lo que obedece a los esfuerzos de la compañía por expandirse y alcanzar la mayor cantidad de estaciones de servicios, ganando clientes directos y afiliados a su marca. En diciembre de 2017, se registraron ventas por USD 186,46 millones, lo que evidencia un crecimiento de 7,81% con respecto a las ventas de diciembre 2016, crecimiento fundamentado en el aumento de estaciones afiliadas y en el incremento del volumen de ventas por cada estación. Dentro de éste punto es importante indicar que dentro de la venta de combustibles, a diciembre de 2017 la gasolina extra fue la que mayores ingresos generó con una participación del 44%, seguido por el Diesel con el 33% y la gasolina Súper con el 12%.

En los periodos interanuales, las ventas mantienen su tendencia al alza, puesto que aumentaron en 5,85 puntos porcentuales, pasando de USD 137,11 millones en septiembre de 2017 a USD 145,13 millones en septiembre de 2018, incremento que responde a mayores ventas de combustible, en donde continúa siendo la gasolina extra su mayor fuente de ingresos.

Los costos de ventas muestran un comportamiento promedio estable para los periodos anuales analizados (en términos de participación sobre ingresos), puesto que pasan de significar el 96,94% de las ventas en el 2014 a 96,83% para diciembre de 2015, 96,98% al cierre de 2016 y 96,97% al finalizar diciembre de 2017, lo cual va de la mano con el giro del negocio donde los precios son establecidos por el estado ecuatoriano y al ser comercializador de combustibles y siendo su principal proveedor EP PETROECUADOR las ventas y los costos tienen una relación muy estrecha, es por ello que el crecimiento de los costos de ventas entre diciembre 2016 y diciembre 2017 fue de 7,80% similar al crecimiento de las ventas. Es relevante mencionar que los principales rubros que conformar los costos de ventas se derivan de los combustibles comercializados, que incluyen costo de venta en gasolina extra, costo en venta de diésel Premium y costo de venta de gasolina súper entre otros.

Después de los resultados mencionados anteriormente, la compañía arrojó un margen bruto estable, que pasó de 3,06% en el 2014 (3,17% en diciembre de 2015) a 3,02% en diciembre de 2016 y por último, se mantuvo una representación similar en diciembre de 2017, puesto que alcanzó un porcentaje de 3,03% en producto de la mencionada brecha entre ingresos y costos.

A septiembre de 2018, la participación del costo de ventas frente a los ingresos operacionales se ubicó en 97,01% (96,98% a septiembre de 2017), lo que suscitó a que la compañía arroje un margen bruto de USD 4,33 millones (USD 4,14 millones en septiembre de 2017), que representó el 2,99% de los ingresos operacionales (3,02% en septiembre de 2017).

Los gastos operativos, mantuvieron una representación ligeramente decreciente, puesto que en 2014 representaron el 2,70% de los ingresos, mientras que para el cierre de 2015 lo hicieron en un 2,55% ya diciembre de 2016 fue de 2,45%. Mientras que para diciembre de 2017, los gastos operativos representaron el 2,36% los cuales estuvieron conformados por gastos administrativos, gastos de ventas y gastos deducibles en general. La reducción observada en los periodos analizados se debe a una mejor administración en los gastos que incurre la empresa, lo cual es positivo, dado que al existir una relación directa entre el costo y los ingresos, la mejor manera de mejorar el margen operacional de la empresa es optimizando gastos. Es preciso mencionar que la empresa cuenta con un Departamento encargado de controlar el cumplimiento del presupuesto, por el mismo motivo que la empresa ha logrado controlar el gasto.

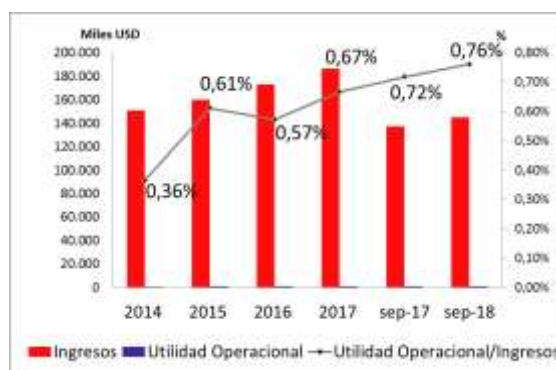
Para los periodos interanuales, la participación de los gastos operacionales frente a los ingresos se mantuvo dentro del rango registrado históricamente, es así que pasó de 2,30% en septiembre de 2017 a 2,22% en septiembre de 2018, ratificando la buena administración de sus recursos.

Se debe indicar además que dentro de los gastos operacionales anuales se contabiliza la participación de trabajadores en utilidades lo cual afecta el verdadero nivel de la utilidad operacional, pues este sería superior si no tuviera este efecto.

Los ingresos alcanzados por PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. le permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos incurridos en la operación de la empresa, alcanzando una utilidad operativa para todos los periodos bajo análisis, es así que a partir del año 2014 presentó una tendencia ligeramente creciente, puesto que pasó de representar el 0,36% de los ingresos en ese año a 0,61% de los ingresos al cierre de 2015 lo que obedece al mencionado incremento en las ventas y un trato constante en sus costos y gastos, mientras que para diciembre de 2016 descendió ligeramente a 0,57%, y cambiando de nuevo su comportamiento en diciembre 2017, puesto que se ubicó con una representación de 0,67%, la representación más alta de los periodos analizados.

Al 30 de septiembre de 2018, el comportamiento de los gastos operacionales provocó que la compañía alcance un margen operacional de USD 1,10 millones (0,76% de los ingresos), evidenciando un incremento en relación a septiembre de 2017 (USD 0,98 millones que representó el 0,72% de los ingresos), gracias al comportamiento al alza de sus ventas, así como un mejor control de sus gastos.

GRÁFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

Por su parte, los gastos financieros presentaron un comportamiento creciente a partir del año 2014, es así que pasaron de representar el 0,22% de las ventas en el 2014 a 0,25% para diciembre de 2016, mismos que fueron cubiertos en buena forma por la utilidad operacional, además, la cuenta de otros ingresos tuvo un efecto de apalancamiento ayudando a generar una utilidad antes de impuestos positiva. Para diciembre de 2017 la representación sobre los ingresos evidenció un crecimiento, dado que el porcentaje se ubicó en 0,30% (0,40% en septiembre de 2018), dado que entre los últimos periodos la deuda financiera incrementó.

La utilidad neta registró un comportamiento creciente a partir del año 2014, dado que pasó de 0,23% (USD 0,34 millones) de los ingresos en el año 2014 a representar el 0,32% (USD 0,56 millones) en diciembre de 2016,

lo que evidencia un manejo aceptable de sus costos y gastos propios de la operación de la compañía. En diciembre de 2017 la utilidad neta cambió la tendencia creciente evidenciada, dado que ligeramente decreció hasta que se ubicó con una representación del 0,29% de las ventas, alcanzando una utilidad de USD 0,55 millones, denotándose que la empresa ha presentado resultados estables para sus últimos tres periodos anuales.

A septiembre de 2018, la utilidad neta se ubicó en USD 0,58 millones y significó el 0,40% de los ingresos operacionales, ambos valores fueron inferiores a lo reportado en septiembre de 2017 (USD 0,64 millones y 0,46% de los ingresos operacionales), como consecuencia principalmente del aumento de los gastos financieros y el impuesto a la renta.

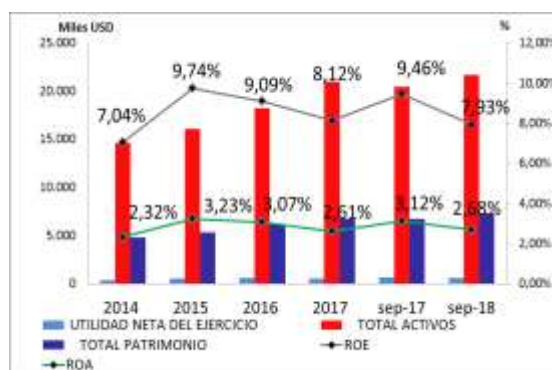
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. presenta aceptables indicadores de rentabilidad tanto sobre activos (ROA) como sobre el patrimonio (ROE), lo que obedece al comportamiento de su resultado final. Situación similar se observó en los periodos interanuales (septiembre 2017 y septiembre 2018).

CUADRO 23, GRÁFICO 10: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2014	2015	2016	2017
ROA	2,32%	3,23%	3,07%	2,61%
ROE	7,04%	9,74%	9,09%	8,12%

Ítem	sep-17	sep-18
ROA	3,12%	2,68%
ROE	9,46%	7,93%



Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

A partir del año 2014, el EBITDA (acumulado) de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. mostró una tendencia ligeramente variable, la cual estuvo atada al comportamiento de su utilidad operativa, es así que pasó de representar apenas el 0,50% de los ingresos en ese año a 0,74% de las ventas en 2016 (0,77% en diciembre 2015), para representar en diciembre 2017 un porcentaje de 0,82%.

Para septiembre de 2018 el EBITDA (acumulado) representó apenas el 0,85% de los ingresos operacionales, mientras que a septiembre de 2017 fue 0,80%.

A pesar de los porcentajes arrojados, se evidenció que la compañía generó el flujo suficiente para cubrir los gastos derivados por la adquisición de deuda.

CUADRO 24, GRÁFICO 11: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (miles USD)

Ítem	2014	2015	2016	2017
EBITDA	759	1.240	1.274	1.534
Gastos Financieros	326	393	440	552
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	2,33	3,15	2,89	2,78

Ítem	sep-17	sep-18
EBITDA	1.099	1.237
Gastos Financieros	391	583
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	2,81	2,12

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado

Activos

Durante el periodo analizado, los activos totales de PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. presentaron una tendencia creciente marcada, puesto que pasaron de USD 14,64 millones en 2014 a USD 20,99 millones para diciembre de 2017 y USD 21,66 millones en septiembre de 2018, lo que se justifica principalmente en el aumento de sus activos financieros no corrientes, propiedad, planta y equipo, así como de otras cuentas por cobrar debido a los valores que la empresa financia a sus afiliados como parte de los convenios de la afiliación, mismos que se recuperan en el corto plazo, mediante un valor que se descuenta por cada galón vendido, los créditos se encuentran respaldados por garantías reales por parte de los afiliados.

Adicionalmente, esta evolución positiva se relaciona con el crecimiento operativo presentado en el estado de resultados, el mismo que a través de sus ventas crecientes evidencian una mayor demanda del servicio que oferta la compañía, lo cual también se ve reflejado en el nivel de activos de la empresa y por ende un crecimiento a nivel organizacional.

Los activos totales durante el período analizado se concentraron en activos corrientes, pues representaron el 57,44% del total de activos en septiembre de 2018 (56,74% en diciembre de 2017), mientras que los activos no corrientes significaron el 42,56% restante (43,26% en diciembre de 2017).

Históricamente, los activos corrientes estuvieron compuestos principalmente por cuentas por cobrar a clientes que a diciembre de 2017 representaron el 32,41%, mientras que para septiembre de 2018 el rubro más representativo fueron otras cuentas por cobrar con el 23,47%, seguido por cuentas por cobrar a clientes con el 20,30%.

Por su parte el activo no corriente estuvo conformado en mayor medida por Propiedad, planta y equipo con el 23,77% de los activos totales a septiembre de 2018 (24,07% en diciembre de 2017) y propiedades de inversión con el 11,48% (11,85% a diciembre de 2017). En propiedades de inversión se registran los montos que la empresa posee en estaciones de servicios.

Pasivos

Los pasivos son la principal fuente de fondeo de la empresa, mismos que presentaron un comportamiento creciente durante el periodo analizado, es así que pasaron de USD 9,82 millones (67,06% de los activos totales) en el año 2014 a USD 14,24 millones (67,85% de los ingresos) para diciembre de 2017 y USD 14,33 millones (66,16% de los activos totales) en septiembre de 2018, lo que estuvo fundamentado principalmente por el aumento de sus obligaciones financieras de largo plazo.

Dentro de la estructura del pasivo de la empresa se denota que hasta el año 2017 predominaron los pasivos de corto plazo respecto a los de largo plazo, es así que para este último año financiaron el 36,73% de los activos,

mientras que los de largo plazo lo hicieron en un 31,12%. Para septiembre de 2018, la tendencia cambia pues los de largo plazo toman la cabecera dentro del financiamiento de los activos, financiándolos en un 33,63% mientras que los de corto plazo lo hicieron en un 32,53%.

Durante el período analizado, los pasivos corrientes estuvieron conformados básicamente de cuentas por pagar a proveedores, mismos que financiaron el 26,17% de los activos a septiembre de 2018 (23,05% de los activos a diciembre de 2017), esto dado el giro del negocio que mantiene PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. al tener como único proveedor a EP PETROECUADOR.

Por su parte, dentro de los pasivos no corrientes predominaron las obligaciones con el Mercado de Valores y préstamos, mismas que financiaron en conjunto el 30,32% de los activos.

La deuda financiera presentó una tendencia ligeramente fluctuante dentro del financiamiento de los activos, no obstante, se mantuvo dentro del rango del 30% sobre los activos, es así que pasó de financiar el 31,05% en el año 2015, a un 39,30% en diciembre de 2017 y un 33,79% en septiembre de 2018. La deuda financiera estuvo conformada en mayor medida por las obligaciones con en el Mercado de Valores y le siguen las obligaciones vigentes con la banca.

Patrimonio

El patrimonio de la compañía registró un comportamiento creciente para los ejercicios económicos analizados, es así que pasó de USD 4,82 millones (32,94% de los activos totales) en 2014 a USD 6,75 millones (32,15% de los activos) en diciembre de 2017 y USD 7,33 millones (33,84% de activos) en septiembre de 2018, comportamiento que se justifica por el aumento de su capital social.

En lo que respecta a su estructura, se pudo observar que al 30 de septiembre de 2018 el patrimonio estuvo conformado fundamentalmente por el capital social que financió el 18,25% de los activos totales (13,14% en diciembre 2017), fundamentado en que durante el primer trimestre del año 2018 se consolidó un nuevo aumento del capital social de la compañía. A este le sigue el rubro de revaluación de propiedades, maquinaria y equipo con el 10,10% del total activos en septiembre de 2018 (10,42% en diciembre 2017).

Se debe acotar que mediante escritura pública celebrada ante la Notaría Septuagésima quinta del cantón Quito, con fecha 24 de octubre de 2017 y conforme lo resolvió la Junta General Universal y Extraordinaria de Accionistas del 17 de octubre de 2017, se realizó un aumento de capital social por un monto de USD 1,19 millones mediante aporte para futura capitalización (compensación de crédito), Utilidades no Distribuidas y Reserva Legal de la compañía, por lo cual el capital a la fecha asciende a USD 3,95 millones.

Flexibilidad Financiera

PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A., presenta una adecuada capacidad de pago sobre sus pasivos corrientes mediante sus activos de corto plazo, alcanzando indicadores de razón circulante que sobrepasan la unidad para todos los periodos analizados.

CUADRO 25, GRÁFICO 12: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2014	2015	2016	2017
Activo Corriente	8.153	9.030	9.574	11.912
Pasivo Corriente	6.519	7.807	8.362	7.711
Razón Circulante (veces)	1,25	1,16	1,14	1,54
Liquidez Inmediata (veces)	1,14	1,03	1,01	1,37

Ítem	sep-17	sep-18
Activo Corriente	11.774	12.443
Pasivo Corriente	6.553	7.046
Razón Circulante	1,80	1,77
Liquidez Inmediata	1,60	1,59



Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

El capital de trabajo de la compañía se muestra positivo para todos los periodos analizados, es así que para septiembre de 2018 representó un 24,92% de los activos totales (20,01% de los activos totales en diciembre de 2017).

Indicadores de Eficiencia

PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. durante el ejercicio económico analizado ha presentado un periodo de cobro promedio anual (2014-2017) de 10 días.

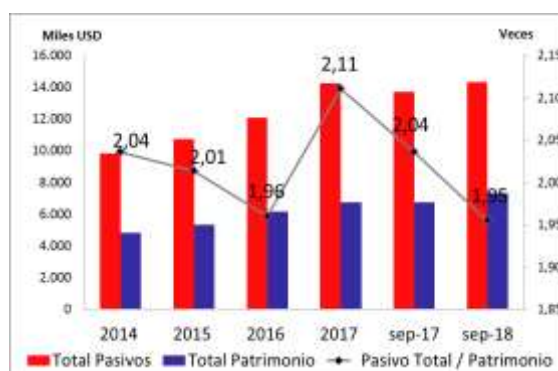
Por otro lado, al referirnos al indicador “Plazo de Proveedores” (período de pago a proveedores), se pudo evidenciar que la compañía paga a sus proveedores un plazo promedio anual aproximado de 10 días (2014 – 2017), lo que denota la preferencia estratégica que mantiene con su principal proveedor (EP PETROECUADOR).

En cuanto a la Duración de Existencias, se observó que este indicador ha presentado un comportamiento decreciente durante el periodo analizado, es así que pasó de 1 día en el 2014 a 0,4 días a diciembre de 2017, situación que obedece a la alta rotación del producto que tiene, ya que los combustibles son llevados de las reservas del proveedor a las diferentes estaciones.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

Como resultado del aumento del patrimonio, el indicador de apalancamiento (pasivo total/ patrimonio) decreció hasta el año 2016 y en su parcial de septiembre de 2018. No obstante, para diciembre de 2017, éste creció levemente, como efecto del aumento en su deuda con costo.

GRÁFICO 13: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

La relación entre el pasivo total con el EBITDA (anualizado), no muestra una tendencia marcada durante los periodos analizados, es así que al 31 de diciembre de 2017 este indicador se situó en 9,28 años y 8,57 años en septiembre de 2018 (8,66 años en el 2015 y 9,47 años para diciembre de 2016), demostrando que PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. podría cancelar el total de su deuda en ese lapso de tiempo con el nivel de flujo o EBITDA (anualizado) generado.

Por su parte, el indicador que relaciona la Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 5,38 años a diciembre de 2017 (4,03 años a diciembre de 2015 y 4,35 años a diciembre 2016) y 4,38 años en septiembre de 2018.

Contingentes

Según información emitida por la empresa, PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. para septiembre de 2018, no registra obligaciones crediticias como codeudor o garante.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁴⁹

Hasta septiembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 47 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 16 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 31 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 279,70 millones, valor que representó 47,19% del monto total de emisiones autorizadas. Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 40,66%, acciones el 0,85% y las titularizaciones el 11,30% del total aprobado hasta el 30 de septiembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 592,82 millones hasta septiembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 52,53%, comercio al por mayor y al por menor reparación de vehículos automotores y motocicletas con el 31,67%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Ing. Paola Bonilla
Analista

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)

Cuenta	2014	2015	2016	sep-17	2017	sep-18
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	908	763	1.733	3.356	2.895	773
Cuentas por cobrar clientes	2.940	3.436	3.512	3.638	6.804	4.396
Provisión cuentas incobrables	(152)	(153)	(3)	(3)	(3)	(3)
Inventarios	423	367	222	215	199	176
Cuentas por cobrar relacionados	1.232	620	429	288	477	238
Otros Activos Corrientes	2.801	3.997	3.682	4.280	1.541	6.862
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	8.153	9.030	9.574	11.774	11.912	12.443
Propiedad, planta y equipo neto	5.687	4.500	5.228	5.040	5.054	5.148
Otros Activos No Corrientes	798	2.545	3.430	3.616	4.027	4.069
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	6.485	7.046	8.658	8.656	9.081	9.218
TOTAL ACTIVOS	14.638	16.076	18.232	20.430	20.993	21.661
PASIVOS						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	1.631	1.858	965	595	1.158	358
Proveedores locales	3.155	4.593	5.240	4.432	4.839	5.668
Obligaciones Mercado de Valores	361	603	685	188	780	207
Otros Pasivos Corrientes	1.372	754	1.472	1.338	935	813
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	6.519	7.807	8.362	6.553	7.711	7.046
Préstamos (Deuda bancaria LP)	857	761	968	2.313	2.516	3.267
Obligaciones Mercado de Valores	1.895	1.720	1.035	4.131	3.300	3.300
Otros Pasivos No Corrientes	545	454	1.707	704	717	717
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	3.297	2.934	3.710	7.148	6.533	7.284
Deuda Financiera	5.474	4.992	5.541	7.869	8.251	7.319
Deuda Financiera C/P	2.583	2.511	2.348	1.239	2.248	565
Deuda Financiera L/P	2.891	2.481	3.193	6.631	6.003	6.755
TOTAL PASIVOS	9.816	10.741	12.073	13.701	14.244	14.330
PATRIMONIO						
Capital Social	1.516	1.516	1.516	2.759	2.759	3.953

⁴⁹ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

Aportes Futura Capitalización	0	0	700	634	634	0
Reservas	69	102	154	56	117	61
Revaluación de propiedades, maquinaria y equipo	1.631	1.626	2.140	2.140	2.187	2.187
Utilidad neta del ejercicio	340	520	560	636	548	581
Resultados Provenientes de la adopción de NIIF	833	833	833	0	0	0
Resultados acumulados	433	738	256	504	504	549
TOTAL PATRIMONIO	4.822	5.335	6.160	6.730	6.749	7.330

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2014	2015	2016	sep-17	2017	sep-18
Ventas	150.798	160.023	172.961	137.111	186.462	145.127
Costo de ventas	146.181	154.958	167.733	132.974	180.818	140.794
MARGEN BRUTO	4.617	5.065	5.228	4.137	5.645	4.332
TOTAL GASTOS	4.067	4.088	4.239	3.154	4.403	3.229
UTILIDAD OPERACIONAL	550	977	989	983	1.241	1.103
Gastos Financieros	326	393	440	391	552	583
Otros ingresos / egresos netos	213	97	177	64	44	90
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.	436	681	725	656	733	610
Impuesto a la Renta (menos)	97	161	165	19	185	29
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	340	520	560	636	548	581

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2014	2015	2016	sep-17	2017	sep-18
Gastos Operacionales / Ingresos	2,70%	2,55%	2,45%	2,30%	2,36%	2,22%
Utilidad Operacional / Ingresos	0,36%	0,61%	0,57%	0,72%	0,67%	0,76%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,23%	0,32%	0,32%	0,46%	0,29%	0,40%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	161,93%	188,13%	176,52%	154,46%	226,50%	189,91%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	62,65%	18,68%	31,54%	10,06%	8,12%	15,49%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	96,12%	75,73%	78,58%	61,48%	100,81%	100,41%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	7,04%	9,74%	9,09%	9,46%	8,12%	7,93%
Rentabilidad sobre Activos	2,32%	3,23%	3,07%	3,12%	2,61%	2,68%
Liquidez						
Razón Corriente	1,25	1,16	1,14	1,80	1,54	1,77
Liquidez Inmediata	1,14	1,03	1,01	1,60	1,37	1,59
Capital de Trabajo	1.634	1.224	1.212	5.221	4.201	5.397
Capital de Trabajo / Activos Totales	11,16%	7,61%	6,65%	25,56%	20,01%	24,92%
Cobertura						
EBITDA	759	1.240	1.274	1.099	1.534	1.237
EBITDA anualizado	759	1.240	1.274	1.351	1.534	1.672
Ingresos	150.798	160.023	172.961	137.111	186.462	145.127
Gastos Financieros	326	393	440	391	552	583
EBITDA / Ingresos	0,50%	0,77%	0,74%	0,80%	0,82%	0,85%
EBITDA/Gastos Financieros	2,33	3,15	2,89	2,81	2,78	2,12
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,10	0,20	0,18	0,12	0,15	0,15
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	0,92	1,84	2,29	12,49	16,04	7,34
Gastos de Capital / Depreciación	6,23	4,72	3,53	0,93	0,63	1,71
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	2,04	2,01	1,96	2,04	2,11	1,95
Activo Total / Capital Social	9,66	10,60	12,03	7,40	7,61	5,48
Pasivo Total / Capital Social	6,48	7,09	7,96	4,97	5,16	3,63
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	7,21	4,03	4,35	5,82	5,38	4,38

Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	12,92	8,66	9,47	10,14	9,28	8,57
Deuda Financiera / Pasivo	55,77%	46,47%	45,90%	57,44%	57,93%	51,07%
Deuda Financiera / Patrimonio	113,53%	93,57%	89,96%	116,94%	122,26%	99,84%
Pasivo Total / Activo Total	67,06%	66,82%	66,22%	67,06%	67,85%	66,16%
Capital Social / Activo Total	10,36%	9,43%	8,31%	13,51%	13,14%	18,25%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	32,94%	33,18%	33,78%	32,94%	32,15%	33,84%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	10	9	8	8	14	9
Duración de Existencias (días)	1	1	0,5	0,4	0,4	0,3
Plazo de Proveedores (días)	8	11	11	9	10	11

Fuente: PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A. / Elaboración: Class International Rating