

**ACTUALIZACION DE LA CALIFICACIÓN DE
RIESGO A LA SÉPTIMA EMISIÓN DE
OBLIGACIONES DE**

**TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS
TIA S.A.**



A FEBRERO 2019

TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS (TIA) S.A. SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	
Monto de la emisión:	Hasta por US\$20,000,000.00
Saldo:	US\$12,125,000
Clases:	Clase A y Clase B
Plazo:	Clase A (1,440 días) y Clase B (1,800 días), con base comercial de 360 días por año
Tasa de interés:	Clase A (8.00%) y Clase B (8.25%) anual fija
Amortización de capital e intereses:	Trimestral
Garantías y Resguardos:	General, Resguardo de Ley
Uso de los Recursos:	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados para inversión en el nuevo centro de distribución de la compañía.

CALIFICACIÓN ASIGNADA

Séptima Emisión de Obligaciones AAA-

El Comité de Calificación de nuestra institución, en la sesión del 28 de Febrero de 2019, basado en los análisis efectuados por el personal técnico, a partir de la información financiera auditada histórica proporcionada por el Emisor cortada hasta Diciembre del 2017 y el corte interno a Diciembre de 2018 (no auditado), detalle de activos libres de gravamen, entre otra información cualitativa y cuantitativa, ha resuelto mantener a la Séptima Emisión de Obligaciones de TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS (TIA) S.A. la categoría de riesgo de "AAA-", definidas como:

AAA

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general. El signo menos (-) indicará que la calificación podría descender hacia su categoría inmediata inferior.

PRESENCIA BURSÁTIL

TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS (TIA) S.A. mantiene vigente en mercado de valores los siguientes procesos: 1) La Quinta Emisión de Obligaciones aprobada el 23 de Octubre de 2013, con resolución número SC.IMV.DJMV.DAYR.G.13.0006162., 2) La Sexta Emisión de Obligaciones, aprobada el 4 de Abril de 2016, con resolución número SCVS-INMV-DNAR-16-0001666; 3) La Séptima Emisión de Obligaciones aprobada el 7 de Marzo de 2017, con resolución número SCVS.INMV.DNAR.17.000836. y 4) La Octava Emisión de Obligaciones aprobada el 11 de Octubre de 2017, con resolución número SCVS.INMV.DNAR.2017.00021471.

INSTRUMENTO	CALIFICACIÓN INICIAL	ACTUALIZACIÓN AGOSTO 2018	ACTUALIZACIÓN FEBRERO 2019
SÉPTIMA EMISIÓN	AAA-	AAA-	AAA-



FUNDAMENTACIÓN

Dada la alta correlación que tiene el sector con el comportamiento de la economía agregada, la actividad comercial del país ha vuelto desde el año 2017 a evolucionar de manera positiva, tal como lo había hecho hasta el año 2014. La estabilización del precio del petróleo alrededor de \$60 por barril, sumado a las medidas adoptadas por el gobierno central para reducir el déficit público, ha permitido restaurar el equilibrio a la economía agregada. De este modo el sector comercio que luego de llegar a tener en el periodo enero-septiembre de 2014 un tamaño de \$5.428 mil millones en términos reales, experimentara una contracción a \$5.128 mil millones en igual periodo al año siguiente, se ha recuperado hasta alcanzar un tamaño máximo de \$5.598 mil millones en los nueve primeros meses del 2018.

Aprovechando las condiciones del entorno, y a partir de una estrategia competitiva basada en la expansión de su cadena de almacenes a nivel nacional, la firma emisora TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS, ha logrado sostener en la última década una tendencia creciente en los resultados alcanzados. En los últimos tres años, sus ingresos pasaron de \$589.6 millones en el 2016 año en que su red sumaba 185 locales, a un total de \$633.8 millones en el 2018 año en que la cadena llegó a contar con 205 tiendas con un promedio de ventas anuales de \$3.1 millones por establecimiento.

En los últimos tres ejercicios, el costo ponderado de los productos y servicios vendidos se ha reducido de 70.0% al inicio del periodo, a 67.9% a diciembre pasado, mientras que los gastos de administración y ventas muestran un ligero incremento de 22.7% a 23.1% con lo cual el negocio de distribución al por menor le ha representado a la empresa un margen operacional que ha ido mejorando de 7.3% a 9.0%. A lo señalado hay que agregar el aporte de otros ingresos operacionales como el alquiler de espacios, los cuales han estado en un rango entre 3.3% y 4.0%, dando como resultado que la utilidad operacional que en el 2016 era equivalente 10.6% del total de ingresos, al 2018 pase a ser de 13.0%. Consecuentemente, el flujo de efectivo generado por la normal actividad del negocio presente igualmente un incremento de \$74.7 a \$96.2 millones en el periodo considerado, y en relación a los ingresos suba de 12.7% a 15.2%.

La mayor actividad en el giro del negocio ha demandado de un mayor monto de capital invertido el mismo que habiendo sido de \$74.6 millones tres años atrás, a diciembre último subió a \$159.4 millones. Por una parte, la deuda financiera de largo plazo que inicialmente fue de \$36.8 millones se ha incrementado en los dos últimos años hasta llegar a cerrar en un monto de \$94.3 millones en el 2018. Por otra, la inversión accionarial que comenzó estando en \$37.7 millones ha también aumentado hasta un monto de \$65.1 millones en el mismo periodo.

El capital invertido ha financiado un porcentaje importante de los activos inmovilizados que dispone la empresa cuyo monto ha ascendido de \$112.0 a \$204.5 millones en los tres años. Los recursos restantes ha provenido de pasivos con costo de corto plazo en un monto que ha estado entre \$50.6 y \$58.2 millones, fuente de recursos que ha servido también para cubrir las necesidades de fondos del capital de trabajo de la empresa cuyo monto ha estado en un rango entre \$13.1 y \$24.3 millones. Tratándose de un negocio comercial en el cual las compras de sus clientes se pagan casi en su totalidad de contado, el número de días de recuperación de sus cuentas por cobrar es inferior a 5, lo cual explica el bajo monto de fondos requeridos para solventar el capital de trabajo.

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

Las emisiones de obligaciones presentan garantía general, por lo que está respaldada con los activos libres de gravamen de la Empresa a más de cumplir con los resguardos exigidos en la normativa.



Las características del sector en que participa al igual que la estrategia con que compiten en el mercado, explican el hecho de que la empresa emisora logre mantener una sólida tendencia creciente en sus ingresos, encontrándose éstos en un nivel que le permite cubrir con suficiente holgura, los egresos originados en la deuda financiera que al momento comprende su estructura de capital, incluida dentro de ésta a la emisión de obligaciones sujeta al proceso de calificación.

Analizados los factores de riesgo cuantitativos y cualitativos expuestos en el informe de calificación preliminar, y luego de revisar la estructura de la emisión en cuanto se refiere a los mecanismos de garantía y resguardos que incluye, los miembros del Comité se pronuncian por mantener a la **Séptima Emisión de Obligaciones de TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS (TIA) S.A.**, de hasta US\$20,000,000.00 millones, en la calificación de riesgo de "AAA-"

1. Calificación de la Información

Para el análisis de riesgo de la Séptima emisión de obligaciones **Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A** ha proporcionado entre otros requerimientos de información, lo siguiente: Estados Financieros auditados desde el 2004 al 2009, elaborados bajo las Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC); Estados Financieros auditados desde el 2010 al 2017, e internos con corte al 31 de Diciembre de 2018 elaborados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF); Detalle de activos libres de Gravámenes al mismo corte interno, información relevante tanto cualitativa como cuantitativa, etc.

Los estados financieros *al 2004* fueron auditados por la firma Price WaterHouse Coopers del Ecuador Cía. Ltda. y para los restantes períodos mencionados la firma auditora fue Deloitte & Touche con número de SC-RNAE No. 019. En los períodos señalados, incluido *el año 2011*, el auditor menciona que no recibieron respuesta a la solicitud de confirmación del saldo por concepto de dividendos con ex-accionista (accionista en el 2010) de la Empresa. En informes de auditoría anteriores además del mencionado enunciado, también se menciona que la compañía no ha registrado provisiones por concepto de jubilación patronal, la cual es requerida de acuerdo al estudio actuarial realizado por un profesional independiente. Acorde a lo expuesto por las mismas firmas auditoras en su momento, y exceptuando lo comentado para el periodo 2011 hacia atrás, mencionan que los estados financieros de esos periodos presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la situación financiera de la Empresa.

Los estados financieros en el año 2015 fueron auditados por la firma KPGM del Ecuador Cía. Ltda. con número de SC-RNAE No. 069. El auditor expresa: En nuestra opinión, excepto por los posibles efectos del asunto mencionado en el párrafo 6 los estados financieros presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la situación financiera de Tiendas Industriales Asociadas TIA S.A. al 31 de Diciembre de 2015, su desempeño financiero, los cambios en su patrimonio y sus flujos de efectivos por el año terminado a esa fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera.

(Párrafo 6).- De nuestro proceso de confirmación de saldos de proveedores comerciales, no hemos recibido respuesta de dos proveedores principales cuyo saldo en agregado asciende a US\$1,711,299. No ha sido posible aplicar otros procedimientos de auditoria para satisfacernos de la razonabilidad de los saldos con estos proveedores comerciales

Los estados financieros en el año 2016 fueron auditados por la firma KPGM del Ecuador Cía. Ltda. con número de SC-RNAE No. 069. Los mismos que expresan, los estados financieros separados presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la situación financiera separada de Tiendas Industriales Asociadas TIA S.A. al 31 de Diciembre de 2016, y su desempeño financiero separado y sus flujos de efectivos separados por el año terminado a esa fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera.

Los estados financieros en el año 2017 fueron auditados por la firma KPGM del Ecuador Cía. Ltda. con número de SC-RNAE No. 069. En cuya opinión expresan, los estados financieros separados presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la situación financiera separada de Tiendas Industriales Asociadas TIA S.A. al 31 de Diciembre de 2016, y su desempeño financiero



separado y sus flujos de efectivos separados por el año terminado a esa fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera aprobadas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguro.

La evaluación de los elementos cualitativos del riesgo de la industria se ha realizado en base al análisis de información provista directamente por la Institución y la extraída de otras fuentes externas.

Cabe resaltar que la calificación otorgada está basada en la información proporcionada por Tiendas Industriales Asociadas TIA S.A. para el efecto, la cual debe cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, siendo el Emisor responsable de que la documentación entregada a la Calificadora sea idéntica a la presentada ante el organismo de control, sin perjuicio de que cualquier diferencia entre la información evaluada por la Calificadora y la presentada al ente de control pueda ser -una vez comunicada a la Calificadora- conocida y analizada por ésta en un nuevo Comité de Calificación.

Una vez que se verificó que la información cumple con los parámetros de validez, suficiencia y representatividad acorde a la metodología interna de la Calificadora para los últimos tres ejercicios anuales; y que el Emisor tiene capacidad para cumplir sus gastos financieros vigentes, se procedió con la aplicación normal de los procedimientos de calificación.

2. Análisis de la Capacidad de Pago Histórica

2.1.1. Análisis de la Solvencia Histórica del Emisor

El cálculo de la cobertura histórica de los gastos financieros de la emisión de obligaciones se basó en información contenida en los estados financieros auditados previamente mencionados además del corte interno al 31 de Diciembre de 2018.

La cobertura de gastos financieros se obtuvo de confrontar el flujo de efectivo depurado promedio entre los periodos anualizados bajo NIIF, generado por los activos productivos de la Empresa con los gastos derivados de la deuda financiera que a la fecha son conocidos.

Los activos contables han sido ajustados para eliminar aquellos que no han contribuido a la generación de flujo de efectivo. La deuda financiera mencionada fue incluida en el análisis con una tasa de interés igual a la tasa vigente ponderada de dichos créditos, organizados por acreedor. (Ver sección metodología en el presente informe).

El resultado obtenido reflejó que los gastos financieros han sido cubiertos por el flujo depurado en los ejercicios de manera suficiente.

	En Dólares (US\$)				
	2014	2015	2016	2017	Dic. 2018
Activos Promedio	227,818,010	231,606,467	237,617,085	261,139,105	314,571,721
Flujo Depurado Ejer.	62,750,456	73,268,441	73,937,102	82,395,940	94,929,482
% Rentabilidad Act. Prom. Ejercicio	27.54%	31.63%	31.12%	31.55%	30.18%
Monto de Deuda					172,540,876
Gastos Financieros					12,318,553
Cobertura Histórica de Gastos Financieros:					7.95
Pasivos Exigibles / EBITDA:					2.08

2.1.2. Evaluación de los Riesgos de la Industria

El flujo de fondos generado por la Empresa emisora se origina en la comercialización de productos de diversas líneas de negocios como son consumo masivo, vestimenta, calzado, artículos de higiene, productos para el hogar, artículos de limpieza, que son producidos bajo marcas independientes como marcas propias, por lo que el análisis del riesgo industrial detallado



a continuación, prioriza la evaluación de las características del sector comercial/supermercados en el Ecuador, dando finalmente la categoría al riesgo de mercado de **Riesgo Bajo**.

Comercio

El Producto Interno Bruto (PIB) de la economía ecuatoriana, en el primer trimestre del año 2018, registró un crecimiento interanual (primer trimestre del 2017) de 1,9% y presentó una reducción de 0,7% con respecto al trimestre anterior (octubre-noviembre y diciembre del 2017). En valores corrientes, el PIB cierra en US\$26.471 millones. Este resultado se explica principalmente por el desempeño del sector No petrolero, que registró un aumento de 2,7%; mientras que el VAB Petrolero presentó una tasa de variación negativa de 4,8% de acuerdo a la publicación del Banco Central de Ecuador al 29 de junio de los corrientes.

Desglosando el PIB interanual mencionado de acuerdo a los agentes económicos que aportan a su conformación, tenemos que la principal fuente son los gastos de consumo de hogares, que muestra un crecimiento del 4.6% en relación a igual trimestre del 2017, luego, las importaciones de bienes y servicios, las cuales se incrementaron en 8,4% con respecto a igual trimestre del 2017, siendo afectadas principalmente por el levantamiento de las salvaguardias. En tercer lugar está el aporte de la formación bruta de capital fijo (FBKF - inversión) que registró un crecimiento inter trimestral de 5,5%, y cambiando el curso de años anteriores, el aporte del consumo final del gobierno, que aporta con el 0.19%, creció en 1,3% respecto a lo mostrado en el trimestre 2017. Finalmente, las exportaciones de bienes y servicios crece en 1,1% pero aporte con el 0.31%.

Es importante indicar que el consumo de los hogares ecuatorianos está directamente relacionado con el salario real y las facilidades para acceder a crédito. En el caso de las remuneraciones, el salario real creció en 3.2% entre el primer trimestre del 2017 y 2018. Mientras que, las operaciones de crédito de consumo total aportan el 29.6% de las operaciones del sistema financiero nacional; si observamos el número de operaciones crediticias solo de los bancos, el segmento de consumo prioritario, las mismas crecieron en 83,9% entre el primer trimestre de 2018 y similar periodo del 2017, mientras que la variación del consumo ordinario fue de 71,4%. Por el lado de las cooperativas se registraron crecimientos de 63,7% y 34,9% para el consumo prioritario y ordinario, respectivamente. Otro factor que dinamiza el consumo de los hogares lo constituyen las remesas familiares, las mismas que en este trimestre se incrementaron en un 14,3%.

Las importaciones totales se incrementaron en 8,4% con relación al primer trimestre de 2017 proviniendo esos bienes: productos químicos (10,7%), maquinaria y equipo (21,5%), equipo de transporte (28,9%), papel y cartón (11,0%); y aceites refinados de petróleo y de otros productos (3,7%).

Dichas importaciones conforman el 23.5% del rubro Formación Bruta de Capital Fijo FBKF, donde las compras de bienes de capital para la agricultura registró un crecimiento en toneladas métricas de 48,7%, lo cual también es evidente en las estadísticas tributarias, que al primer trimestre de 2018 muestran que la adquisición local e importaciones de activos fijos registraron un incremento de 25,0% en valores nominales. También destaca el rubro de la construcción, pero por decrecer (0,4% entre los primeros trimestres del 2017 y 2018).

Las actividades económicas que presentaron un mayor crecimiento en su Valor Agregado Bruto con relación al primer trimestre de 2017 fueron:

- Acuicultura, con un crecimiento del 16,7%, donde la producción de camarón ecuatoriano se vio positivamente afecta por el uso de sistemas intensivos en tecnología, que aumentaron la rentabilidad de larvas por piscina.
- Alojamiento y servicios, crecimiento del 7,5%, lo cual se relaciona con el aumento en 46,8% del ingreso de extranjeros al país entre trimestres, por dar un ejemplo, solo el aeropuerto de Quito Mariscal Sucre registro en ingreso de turistas en un 3,7% mayor que el trimestre similar del 2017.
- Suministro de electricidad y agua: incremento de 6,9% respecto a similar trimestre del año anterior, debido al aumento de la producción de la Central Hidroeléctrica



Hidropaute, la que aporta con el 37% del total de la producción hídrica (aproximadamente). También registró crecimiento la generación térmica.

- Comercio al por mayor y menor: creció en 5,5% respecto al primer trimestre de 2017 donde básicamente la industria crece por las importaciones y el gasto de los hogares. Este segmento y las variables que lo determinan o afectan son relativamente más importantes para el presente análisis.
- Otros segmentos como el correo, comunicaciones e intermediación financiera crecieron respecto al primer trimestre de 2017.

De acuerdo al informe denominado "Directorio de Empresas y Establecimientos 2016"¹, publicado por el INEC, existen 842,745 empresas y 978,490 establecimientos en el Ecuador. En el primer caso, se evidencia el cierre de 15,090 empresas entre el 2015 y el 2016, puesto que registro, 858,835 empresas en el 2015. Del total mencionado, el 48% corresponden a Régimen Simplificado RISE, 34% son personas naturales no obligadas a llevar contabilidad y los demás formas institucionales, aportan con menos del 9% cada. Ese mismo total de empresas, acuerdo a la cantidad de ventas y numero de colaboradores, se reportó como microempresa en 91%, 8% como pequeñas empresas y la diferencia como medianas tipo "A" y "B" y grandes empresas. De las 843,745 empresas, 308,956 se desenvolvían en lo relacionado al comercio, 342,488 a servicios, 87,926 a la agricultura, ganadería, silvicultura y pesca, mientras que la diferencia se dedicaba a la industria manufacturera, construcción y explotación de minas y canteras. Los 5 principales grupos de empresas estaban localizadas en las provincias de Pichincha, Guayas, Manabí, Azuay y El Oro. Siendo puntual, el segmento comercial aportó con el 37% de las ventas totales generadas por el grupo, que era aproximadamente US\$55,269 millones de dólares corrientes y ocupó cerca de 543,289 personas. Esta descripción del mercado si bien es cierto es del 2016, último disponible en el INEC, nos permite estimar las ventas y la participación de las actividades comerciales en el medio ecuatoriano.

Del informe sobre los avances del Censo Nacional Económico y Mecanismos de Difusión realizado en Ecuador y entregado en junio del 2011, se obtuvo las siguientes conclusiones: a) "La economía ecuatoriana esta hiperconcentrada", 51,113 empresas generan 95.8% de las ventas totales², o su equivalente, 5,111 empresas aportaron con 1826,426 millones del total levanto en ventas; b) "Concentración territorial: Pichincha y Guayas concentran el 72% del volumen en ventas y el 45% de establecimientos económicos a nivel nacional"; c) "La mayor cantidad de ocupados esta generado por establecimientos pequeños", los establecimientos que cuenta con 1 a 9 colaboradores concentran el 44% del personal ocupado a nivel nacional; y d) "El 21% de los establecimientos obtuvieron financiamiento, el monto obtenido no supera el 5% de las ventas", en términos equivalentes, 250,769 establecimientos requerían financiamiento al momento del censo (54% del total de establecimientos).

PERFIL ECONÓMICO POR ESTRATOS DE PERSONAL OCUPADO RESPECTO AL NIVEL NACIONAL			
	ESTRATO 1	ESTRATO 2	ESTRATO 3
	1 a 9 ocupados	10 a 199 ocupados	200 a más ocupados
ESTABLECIMIENTOS	95,4%	4,4%	0,2%
VENTAS TOTALES	16,4%	39,5%	44,1%
PERSONAL OCUPADO	44%	24%	32%

Otra herramienta para evaluar el desempeño del sector está dada por el Estudio Mensual de Opinión Empresarial del Banco Central del Ecuador que abarca 1,000 grandes empresas de cuatro

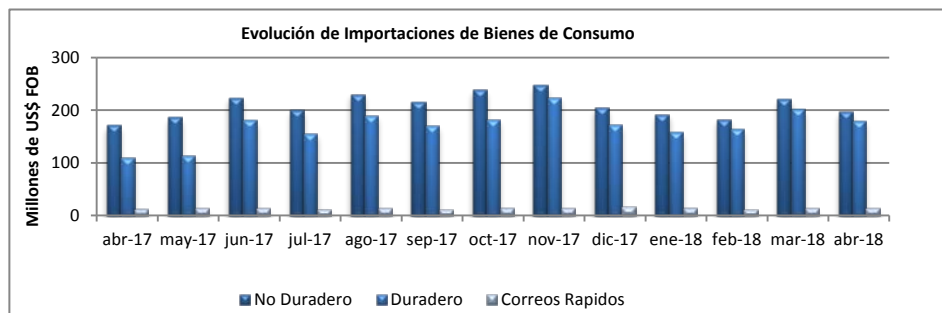
¹ Las cifras presentadas en el informe son las que tienen disponible la información de ventas registrada en el SRI y/o personal afiliado al IESS y/o declararon RISE durante el periodo analizado

² De acuerdo a la metodología del Censo, se levantó información de personas naturales o jurídicas autónomas en sus decisiones financieras y de administración, propietaria o administradora de uno o más establecimientos.



ramas de actividad económica: Industria, Comercio, Construcción y Servicios³ a fin de determinar el llamado Índice de Confianza Empresarial (ICE). Al mes de mayo del 2018, el ICE de la rama Comercial se situó en 1,679.0 puntos, que significó un crecimiento de 2.2% respecto al cierre del ejercicio 2017 (1,642.4 puntos). El ciclo del ICE Comercio se encontraba a dicha fecha 1.6% por debajo de su tendencia de crecimiento de corto plazo.

De acuerdo al informe del BCE sobre la “Evolución del Balanza Comercial” de enero a abril del 2018 publicado a partir del 13 de junio del 2018, encontramos que la balanza comercial total registró un superávit de US\$235.10 millones, equivalente a 66.8% menos que el resultado obtenido en el mismo período del año 2017 (US\$707.26 millones). Al desmembrarla se observa que, la Balanza Comercial Petrolera registró un saldo favorable de US\$1,473.5 millones en el período mencionado; superávit mayor en US\$208.6 millones si se compara con el resultado comercial obtenido en los mismos meses del año 2017 (US\$1,264.9 millones), como consecuencia del aumento en el valor unitario promedio del barril exportado de crudo. De acuerdo a la planificación que se programa en las refinerías, se estima aumentar la producción hasta el 2021. Por su parte, la Balanza Comercial No Petrolera aumentó su déficit en 122.1% frente al valor registrado en el primer cuatrimestre de 2017 (paso de US\$- 557.7 millones a US\$- 1,238.4 millones). Reclasificando las importaciones de acuerdo a la Clasificación de los Bienes por Uso o Destino Económico (CUODE), se obtuvo que, el promedio mensual en millones de US\$ (valor FOB) de las importaciones de los bienes de consumo de abril de 2017 a abril de 2018 fueron de US\$390.9 millones. Los bienes de consumo no duraderos participaron con el 53.3% (USD 208.3) mientras que los bienes de consumo duradero participaron con el 43.3%; la diferencia (3.4%) corresponde al tráfico postal y correos rápidos.



Fuente: Banco Central del Ecuador BCE

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

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

Una de las primeras acciones del nuevo ministro de Comercio Exterior, Pablo Campana, fue la eliminación de las salvaguardias que recordando fueron la medida tomada por el gobierno

³ El índice de confianza empresarial global se obtiene ponderando los ICE sectoriales. A partir de los resultados obtenidos en febrero de 2013, las ponderaciones de cada sector son: industria 20.3%, comercio 20.0%, construcción 15.4% y servicios 44.3%, las mismas que se calcularon a partir de la participación promedio en el valor agregado bruto por sector respecto al PIB, en el período comprendido entre 1965-2007 (año base 2007). Las anteriores ponderaciones utilizadas fueron: industria 23%, comercio 26%, construcción 13% y servicios 38%, según su participación promedio entre 1993- 2007 (año base 2000). Esta actualización provoca que el ICE global cambie de nivel (variaciones absolutas), lo que no implica ningún problema en la estimación, dado que la serie conserva su comportamiento y tendencia.



anterior para reducir las importaciones y evitar la salida de capitales. El desmonte del tercer tramo comenzó en abril del 2016 bajando el arancel de 35% y 15% a 23,3% y 10%, entre los productos beneficiados estaban los electrodomésticos, ropa, manzanas, cortes finos de carne y vodka. Por su parte y de acuerdo con el cronograma que estaba vigente, el último tramo dejarían de estar vigente a partir del 1 de junio del 2017, el cual reduce la sobretasa del 10% al 5%, y la del 23,3% disminuye al 11,7%, dejando 2,152 subpartidas arancelarias libres, entre las que figuran los pepinos, pepinillos, agua mineral, vino, cerveza de malta, cremas, betunes, entre otros. Como se indicó los efectos se evidenciaron en varios frentes, principalmente en la reducción de las importaciones (previamente mencionadas).

Lo anterior, permitió prever que el comportamiento de los mercados que importan y comercializan artículos procedentes de otros países, se vería afectadas positivamente, pues incentivaría el consumo interno, siendo nuevamente beneficiados al contar con un portafolio de productos con mejoras importantes y de calidad internacional. Siendo imprescindible que los factores económicos como el empleo se reactiven.

El Emisor es una compañía regida por las leyes ecuatorianas, bajo el control de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, sujeta a las regulaciones del Servicio de Rentas Internas SRI, el Ministerio de Relaciones Laborales, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social IESS, Superintendencia de Control de Poder del Mercado; además de leyes específicas. En caso de productos alimenticios, se rige a las normas técnicas, reglamentos al etiquetado y calidad del producto expedidas por el INEN (Servicio Ecuatoriano de Normalización) y ARCSA (Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria).

La Superintendencia de Control de Poder del Mercado, expidió en noviembre de 2014 el Manual de Buenas Prácticas Comerciales para el Sector de los Supermercados y/o Similares y sus Proveedores, en el cual entre otros aspectos se refiere a los plazos para pago a sus proveedores, disposición de los productos en las perchas, los supermercados no podrán devolver los productos salvo por errores de fabricación o causales pactadas en los contratos de provisión; los productos con marca propia se debe realizar bajo contrato de producción independiente del contrato de provisión; la promoción de productos cuyo precio sea inferior al precio de compra constante en la factura se hará solo por 6 causales, que a su vez deberán ser advertidas a los consumidores; los supermercados no podrán exigir bajo ningún concepto la realización de promociones con cargo al proveedor; deberán existir al menos 2 proveedores para cada ítem, al menos una vez al año se debe desarrollar capacitación sin costo para los proveedores orientada a mejorar conocimientos y habilidades de los proveedores en materia de entrega eficiente de mercadería; se establecen mecanismos de solución de controversias; se define el contenido mínimo de los contratos de provisión; se dispone la obligatoriedad de remitir a la SCPM hasta el 15 de abril de cada año el listado actualizado de todos sus proveedores; la publicación mensual en sus portales web del listado de todos los productos que ofrecen los supermercados con sus precios finales; y una tabla de porcentajes de compras que deben realizarse a la microempresa y a los emprendedores de la economía popular y solidaria.

Segmento de Autoservicios

El segmento "comercial" incluye a su vez dos niveles de intermediación en la distribución y/o comercialización de bienes (el uno, entre el fabricante, productor o importador y el consumidor final); y dos, cuando en la cadena de valor mencionada, intervienen los comerciantes minoristas. En el primer nivel de intermediarios aparecen las figuras importador-distribuidor y los mayoristas. El grupo de importadores-distribuidores son agentes que asumen todos los riesgos comerciales, desde contactar al proveedor, movilizar la mercadería y distribuirla entre sus diferentes almacenes para llegar al consumidor final, las inversiones superan (generalmente) los US\$100 millones de dólares dependiendo del target al cual se dirija el negocio, contando entonces con sucursales a nivel regional o nacional. Las ventajas de este segmento principalmente son 1) Contar con una amplia abanico de productos que va de licores, alimentos, electrodomésticos, ferretería, perfumería, cosméticos y en algunos casos incursionan en la línea de accesorios para automóviles; 2) Dado su tamaño de compra alcanza las facilidades de ofrecer menores precios. Dentro del mismo segmento, están los importadores pequeños, los cuales en cambio se



especializan en segmentos, como bienes de consumo y alimentos, construcción y ferretería, medicinas y cosméticos. Otro elemento en esta cadena productiva son los minoristas, que abarca aquellas firmas que cuentan con por lo menos dos puntos de venta.

El segmento de mercado que se relaciona con el Emisor, es la comercialización de bienes al por mayor y menor, en el cual se identifican tres segmentos, cadenas de supermercados o sus alternativas acorde con el target de la población urbana circundante a los establecimientos, en segundo lugar, los agentes representantes y finalmente las franquicias, que se distinguen por manejar líneas de productos y actúan por cuenta independiente del representante de la marca pero bajo lineamientos estandarizados. Lo que permite concluir que el nivel competitivo es alto, siendo evidente en el riesgo de sustitución entre agentes. Quedarse en el mercado dependerá no solo de espacios amplios de exposición, que representan fuertes montos de inversión sino de stock de mercadería acorde a las necesidades (calidad de los productos, marcas, etc.), además de servicios complementarios que den facilidades, beneficios, atención personalizada, limpieza, servicios anclas y otras, que el cliente valore y pague.

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

- 1) *Corporación Favorita C.A.* es la empresa líder del segmento con ingresos de actividades ordinarias que sumaron US\$1,948.9 millones durante el año 2017 (último disponible en la Superintendencia de Compañías). Cuenta con de 311 locales, 22 cadenas comerciales nacionales, y está presente en 6 países con 6 cadenas comerciales a través de sus diversos formatos de supermercados -acorde al nivel socio económico que atiende- y bajo nombres comerciales como: Supermaxi, Megamaxi, Akí, Gran Akí, Super Akí, Super Saldos, Juguetón, Sukasa, Salón de Navidad, Todohogar, Titán, Sukocina, Kywi, Megakywi, TVentas, Bebemundo, Maxitec, Automax, Mr. Books, Librimundi, Tadoo y Travel Stories.

En lo relacionado a los autoservicios, la Corporación aplica una estructura vertical, contando desde procesadoras de carnes y aves, panificadoras hasta productos de consumo masivo con marca propia, además tiene participación en varios centros comerciales ubicados en distintas ciudades del país. Cuenta con un sistema de distribución interno para abastecer a sus puntos de ventas diariamente de ser el caso y además para mantener los altos niveles de calidad realiza controles sistemáticos de los productos. Por el tamaño de sus operaciones tiene un alto poder de negociación y cuenta además con infraestructura para generación de energía hidroeléctrica que sirve mayormente a las empresas del grupo.

- 2) *Corporación El Rosado S.A.* registró ingresos de actividades ordinarias en el 2017 de US\$1,063.7 millones. Maneja tres líneas de negocios: Retail, Entretenimiento y Restaurantes, dentro de las cuales comercializar por medio de las marcas Mi Comisariato, Mini, Mi Panadería, Ferrisariato, Mi Juguetería, Río Store, Baby Center, Metrópolis y Hiper Market⁴; también están Riocentros⁵, El Paseo Shopping⁶, Supercines y Radio Disney⁷; y en restaurantes tiene la franquicia de Carl's Jr., Chilli's y Red Loster. La versión "Mini" y "Mini plus" de los Mi Comisariatos, son versiones pequeñas de supermercado y de ferretería. Cuenta con 36 locales de Mi Comisariato a nivel nacional, 38 locales de Ferrisariato, 37 locales de Mi Juguetería, 26 Hipermarket, 5 Riocentro, 14 Paseo Shopping, 172 salas de cines, 22 locales a nivel nacional de Carl's Jr., 8 locales de Chilli's. Aplica una estructura horizontal, centrándose en la venta directa por medio de sus locales e hipermercados. Tiene una central de compras y se abastece directamente de productos extranjeros para ciertas líneas de productos. A diferencia del líder del segmento, atiende a la clase media, media-baja y popular principalmente de la región

⁴ Este concepto abarca Mi Comisariato, Río Store, Mi Juguetería y Ferrisariato bajo el mismo techo, que pueden ser de hasta 22,000 metros cuadrados.

⁵ Centro comercial que abarca locales, patio de comidas, cines y supermercados.

⁶ Centros comerciales que abarcan locales, patio de comidas, cines y supermercados pero están localizados en localidades de menor densidad poblacional.

⁷ Emisora de radio que además cuenta con Estadio Móvil.



costa y con especial énfasis en la ciudad de Guayaquil en lo referente a la línea de autoservicios, no así con las franquicias de los restaurantes. Por la escala de sus operaciones también mantiene un alto poder de negociación frente a proveedores.

- 3) *Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A.* alcanzó US\$660.0 millones (aproximadamente) en ingresos de actividades ordinarias durante el año 2017. Opera bajo las marcas Almacenes Tía, "Tía Express", "Supermercados Magda" y adicionalmente, TIA ha incursionado con su formato de tienda en Plazas Comerciales denominadas Plaza Tía. La visión de la Entidad de acuerdo a la publicación en su página web es "Ser la empresa con mayor ámbito geográfico en el Ecuador, con la mayor gama de productos para nuestro mercado objetivo, promoviendo el desarrollo social de la comunidad y el país manteniendo la rentabilidad del negocio y los niveles de crecimiento", con lo cual se orienta hacia nichos de mercado, básicamente cubre la demanda de localidades alejadas que no son objetivos para la competencia, apuntando a los niveles socioeconómicos medio y bajo en dichas zonas. Cuenta con centros de distribución y un creciente número de locales, al cierre de Diciembre de 2018 son 205 locales a nivel nacional (190 a Diciembre de 2017), atiende a aproximadamente 220,000 clientes diariamente, le da trabajo a 8,361 colaboradores y tiene un promedio de cuatro millones de tarjetahabientes.
- 4) *Mega Santamaría S.A.* reportó ingresos por actividades ordinarias que llegaron a US\$332.24 millones en el año 2016, último dato disponible en la página web de la Superintendencia de Compañías⁸. El radio de acción de esta empresa se concentra mayormente en la región sierra del país, e incursiono en la ciudad de Guayaquil con un local de los 30 que posee.
- 5) *Gerardo Ortiz e Hijos C. Ltda. con su razón comercial "Coral Hipermercados"* alcanzo ventas totales por US\$217.7 millones en 2017.
- 6) A continuación se ubica un grupo de supermercados de menor tamaño y generalmente especializadas en algún producto, atienden áreas geográficas particulares u ofrecen tipos de alimentos específicos, con una cobertura orientada a sectores comerciales de las mayores ciudades del país. Entre los principales se encuentran: La Española (marca comercial bajo la que operan las empresas Ecuarider S.A. y Distemca S.A.), especializado en cárnicos con ventas conjuntas por US\$14.4 millones al 2017, Avícola Fernández S. A., una compañía productora, procesadora y comercializadora de productos cárnicos también, generó ventas durante el 2017 de US\$59.0 millones; la Compañía Discarporsa bajo su razón comercial Avícola Verónica, presentó información en la Superintendencia de Compañías hasta el 2014 e Hipermercado Del Corral (propiedad de Liris S.A.) cuyo peso relativo es pequeño en relación a la histórica línea de negocios sin embargo, están concentrados en la ciudad de Guayaquil.

2.1.3. Asignación de la Categoría Histórica Básica de Riesgo

En función de una Cobertura Histórica de Gastos Financieros de 7.95 y un Riesgo Industrial Bajo se asigna a la Séptima emisión de obligaciones de **TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS (TIA) S.A.** la **Categoría Básica de Riesgo de "AAA-"**.

3. Análisis de la Capacidad de Pago Proyectada

3.1. Análisis de la Solvencia Proyectada del Emisor

El análisis de la capacidad de pago de la empresa a lo largo del periodo de vigencia de la emisión, se lo ha realizado en base a un modelo proyectado que se ha preparado tomando como base los parámetros expuestos a continuación:

⁸ http://appscvsmovil.supercias.gob.ec/portaldeinformacion/consulta_cia_menu.zul



- Los parámetros utilizados en la preparación de los modelos se los ha obtenido luego de evaluar los factores de riesgo tanto cuantitativos como cualitativos que gravitan sobre la operación del negocio.
- Los factores de riesgo cualitativos considerados corresponden al riesgo del sector en que participa, la posición competitiva dentro del mismo, y la calidad del administración y estructura de propiedad de la firma
- Los factores de riesgo cuantitativos evaluados son los relativos a la solvencia del emisor, la liquidez de la empresa, la productividad de los activos, la eficiencia operacional, la capacidad de generación de efectivo, entre otros.
- Los ejercicios de análisis proyectado se lo han construido para un periodo de 10 semestres el cual abarca el plazo de vigencia del proceso de emisión de títulos valores sujetos al proceso de calificación.
- Siguiendo el comportamiento observado en el análisis histórico efectuado, los ingresos por venta de bienes proyectados a lo largo del periodo señalado, guardan relación por una parte, con la variable correspondiente al número de tiendas que la cadena mantiene abierta cada semestre, y por otra, al ingreso promedio por tienda registrado en los dos últimos ejercicios.
- De igual modo, se incluyen otros ingresos operacionales correspondientes a ingresos por alquiler de espacios y concesiones, proyectados en función de la tendencia encontrada en el periodo histórico revisado.
- Los egresos de orden operacional que incluyen los costos ponderados de venta de bienes, al igual que los gastos de administración y ventas, han sido obtenidos a partir del análisis de la información financiera histórica entregada por la empresa y contenida en sus estados financieros auditados.
- A partir de la estructura de capital encontrada en el último corte de los estados financieros internos recibidos, se ha proyectado los montos de los pasivos y patrimonio empleados para solventar la inversión en capital de trabajo y activos inmovilizados, a lo largo de los semestres analizados.
- Los gastos derivados de los pasivos con costo que componen la estructura de capital, se los calcula en función de las condiciones que tiene cada una de las operaciones de crédito en cuanto respecta a la tasa de interés vigente, y el plazo de amortización de cada una de ellas.
- El modelo inicial ha sido sometido a ejercicios de estrés afectando negativamente las principales variables de ingresos y egresos empleadas originalmente, y en base a ello se han construido escenarios alternos, a fin de analizar la estabilidad de la capacidad de pago de la empresa.

3.2. Análisis de la Capacidad de Pago Proyectada

De acuerdo a la metodología expuesta en el punto anterior, los eventos desfavorables incluidos en el Análisis de Sensibilidad y sus respectivas fluctuaciones para la determinación de la solvencia histórica y esperada del Emisor, se presentan a continuación:

Eventos por Semestre	Esc. Base	Esc. N° 1	Esc. N° 2
Número de Tiendas País	210	208	207
Margen de Ventas	31.80%	31.40%	31.00%
Relación Gastos Operativos/Ingresos	23.24%	23.53%	23.82%
Cobertura de Gastos Financieros Proyectada Promedio	8.03	6.34	5.75

3.3. Asignación de la Categoría Básica Proyectada de Riesgo

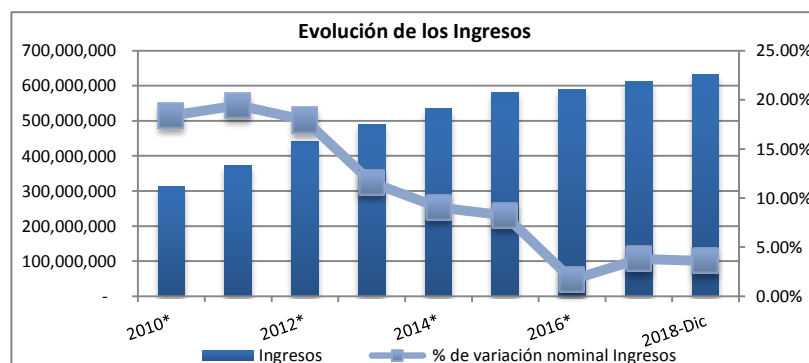
En función del análisis de la solvencia proyectada del Emisor que dio una Cobertura Proyectada de Gastos Financieros de 8.03, el análisis de sensibilización de escenarios y un Riesgo Industrial Bajo se asigna a la Séptima Emisión de Obligaciones de **TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS (TIA) S.A.** la Categoría Básica Proyectada de Riesgo de "AAA-".

4. Análisis de la Calificación Preliminar

4.1. Análisis de Indicadores Financieros y Adicionales.

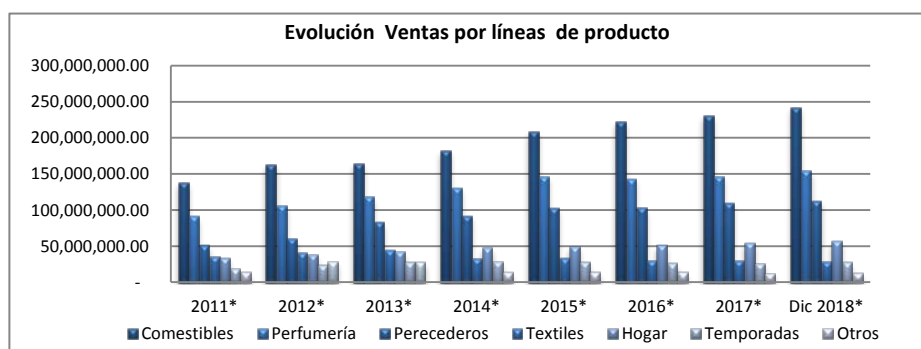
4.1.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

Al 31 de Diciembre del 2017, Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A. registró ingresos relacionados con su actividad del orden de los US\$611.83 millones, incrementándose en un 3.78% respecto al año anterior (2016: US\$589.55 millones), a pesar de que su crecimiento es más lento, se observa que su tendencia creciente se mantiene. En los últimos cuatro años su crecimiento fue de 24.5%, pasando de US\$491.30 millones en el 2013 a US\$611.83 millones en el 2017, en número de locales a nivel nacional de 170 (2014) a 205 en el (2018); estos ingresos fueron generados por la comercialización de productos de consumo masivo (comestibles, perfumería, perecederos, textiles, hogar, temporadas y otros). Al 31 de Diciembre de 2018, sus ingresos alcanzaron los US\$633.75 millones, que representan el 103.58% de lo alcanzado al cierre del año 2017 (US\$611.83 millones), cabe indicar que los ingresos del Emisor se correlacionan con el Sector Comercio por lo cual se lograron alcanzar mayores ingresos al cierre del ejercicio, por lo que Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A. al 31 de Diciembre de 2018 cerró con ventas superiores a las del ejercicio anterior. A continuación la evolución de los ingresos de la Empresa:



(*) Datos bajo NIIF

Los ingresos del Emisor se conforman de las ventas de los segmentos de comestibles, perfumería, perecederos, textiles, hogar, temporadas y otros, siendo las líneas de Comestibles (38.32%), Perfumería (24.44%) y Perecederos (17.74%) las que al periodo analizado reportan esa participación.



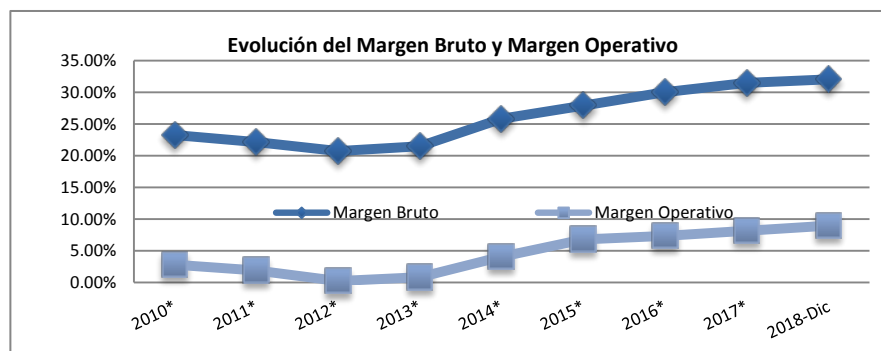
(*) Datos bajo NIIF

Por su parte, el costo de ventas del Emisor resultó en US\$430.41 millones al corte de Diciembre de 2018, mientras que al término del ejercicio 2017 el costo de ventas fue de US\$419.04 millones, obteniéndose una ligera mejora en la absorción sobre ventas (2017: 68.49%; Dic. 2018 : 67.92%). Este rubro se encuentra compuesto principalmente por compra de mercadería disponible para la venta en cada uno de los locales de la entidad, lo cual es acorde con la naturaleza del negocio en estudio y no incluye el descuento y bonificación en compras que recibe el emisor de sus proveedores.



Los gastos de administración y ventas ascendieron a US\$146.47 millones al 31 de Diciembre de 2018, presentándose mayores a los gastos administrativos y ventas registrados al cierre del año previo fue de US\$143.01 millones; mientras que la absorción sobre ventas al 31 de Diciembre de 2018 fue de 23.11%; ligeramente menor que al año previo (2017: 23.38%), los aumentos registrados al cierre del 2018 se dan principalmente en los rubros de sueldos y salarios y servicios básicos, primordialmente por el incremento de locales en el semestre.

El resultado operacional del emisor al cierre del 2017 fue de US\$49.77 millones en el 2017, al cierre del ejercicio 2018 asciende a US\$56.86 millones, mientras que el margen operacional al 2017 fue de 8.13% y al 31 de Diciembre de 2018 es de 8.97%. Cabe indicar que el Emisor registra Otros Ingresos Operativos correspondientes a los ingresos generados por arrendamiento-concesiones (arriendo de perchas a proveedores). Considerando dichos ingresos la nueva utilidad antes de impuestos y trabajadores asciende a US\$66.49 millones (2017: US\$61.47 millones) con un margen del 13.03% (2017: 11.63%).



(*) Datos bajo NIIF

Entre los años 2013 al 2017 se observa un comportamiento creciente para el margen bruto y operativo, aunque vuelven a caer ligeramente en el 2014, dado que tanto el costo de ventas como los gastos operativos tuvieron un leve incremento; si incluimos los otros ingresos el margen operativo presenta un comportamiento estable en los años 2013 al 2016 (aunque se mantiene la caída del 2014); al cierre del ejercicio 2017 se presenta un incremento en el margen operativo incluido ingresos. A Diciembre de 2018, la relación del costo de venta frente a los ingresos se presenta menor al ejercicio anterior, evidenciando un mayor margen bruto al alcanzar 32.08% (2017: 31.51%), por otro lado los gastos operativos en el orden del 23.11% permitieron un margen operativo de 8.97% y que sumados a los otros ingresos operativos se obtiene resultados operativos de 13.08 centavos de dólar por cada dólar vendido.

Por otro lado, los gastos financieros presentan un continuo crecimiento, evidenciado a partir del año 2008, año en donde el emisor incursiona en mercado de valores como fuente de financiamiento. Al término de diciembre de 2017 éstos presentan un incremento del 8.84%, en relación al año previo, producto de un mayor nivel de pasivos con costo del periodo; así mismo al 31 de Diciembre de 2018 estos reflejan incremento de 66.09% sobre los registrados en el ejercicio anterior, dado por el notable incremento en sus pasivos con costo.

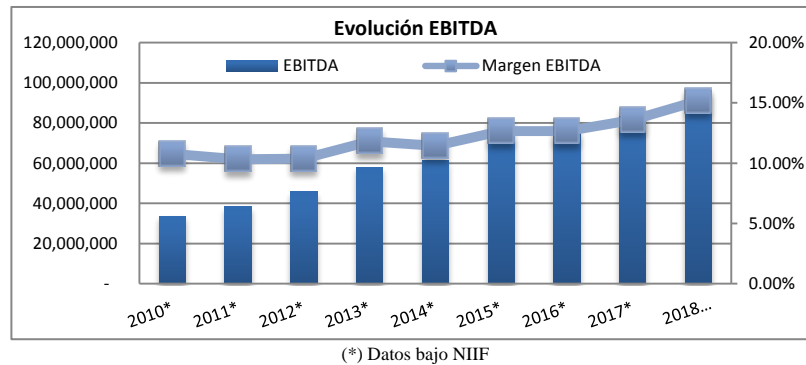
Al término del segundo semestre del 2018, la relación del costo de ventas con los ingresos fue del 67.92%, obteniendo un costo de ventas de US\$430.41 millones; simultáneamente la utilidad bruta fue de US\$203.33 millones y equivalente al 32.08% de los ingresos (2017: 31.51%). Los gastos operativos (administrativos y ventas) alcanzaron un monto de US\$146.47 millones, que representó el 23.11% del total de ingresos, obteniendo una utilidad operacional de US\$56.86 millones a Diciembre del 2018, con lo cual cubre los gastos financieros, sumado a los Otros Ingresos Operativos (arrendamiento-concesiones) obtienen finalmente una utilidad antes de impuesto de US\$66.49 millones.

El resultado operacional sumado a los otros ingresos y posterior a los gastos financieros, pago de participaciones e impuestos generaron una utilidad neta de US\$39.70 millones al 2017 (2016:



US\$34.76 millones), equivalentes a márgenes de 6.49% en el 2017 (2016: 5.90%); al 31 de Diciembre de 2018 la utilidad neta de 37.67 millones menor que la presentada al cierre del 2017.

Por su parte el EBITDA pasó de US\$74.65 millones en el 2016 a US\$83.08 millones en el 2017, mientras que en márgenes de EBITDA pasó de 12.66% a 13.58%, incrementándose respecto al año previo, por lo que su resultado es suficiente para cubrir el pago de los gastos financieros generados por las emisiones de obligaciones. Al 31 de Diciembre de 2018 presenta un margen del EBITDA de (15.18%), con un EBITDA de US\$96.21 millones.



4.1.2. Estructura Financiera y Endeudamiento Patrimonial.

Estructura de Activos

A Diciembre del 2017, los activos totales de Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A. crecieron en aproximadamente 14.53%, al pasar de US\$246.81 millones en el 2016 a US\$282.61 millones en el 2017; dentro del agregado, los rubros más significativos son las Propiedades y Equipos e Inventarios. Los activos corrientes mantienen una participación del 41.71% mientras que los no corrientes son el 58.29%.

Los activos corrientes fueron de US\$117.88 millones, y se conforman en un 57.29% de inventarios y 30.34% de caja-bancos. El stock de existencias pasó de US\$68.04 millones en el 2016 a US\$67.53 millones al 2017, lo cual equivale a un decrecimiento del 0.75% en montos, presentando una menor proporción dentro de la composición del total de activos (2016: 27.57%; 2017: 23.90%), manteniendo una rotación promedio de 59 días para los últimos 3 años.

Por su parte las cuentas por cobrar comerciales (incluido anticipos a proveedores), se incrementan en un 96.10%, al pasar de US\$4.29 millones en el 2016 a US\$8.41 millones en el 2017 con una rotación promedio de 3 días para los últimos tres años, lo cual es acorde al giro de negocio de los supermercados.

Los activos no corrientes ascendieron a US\$164.72 millones, conformándose en un 91.65% por Propiedades y Equipo, este rubro pasó de US\$135.86 millones a US\$150.96 millones, entre los años 2016 y 2017, incrementándose en 11.15%, costos incurridos en la construcción y equipamiento de locales nuevos, remodelaciones de locales comerciales, adquisición de equipos de refrigeración, neveras para embutidos y lácteos destinadas a varias sucursales y compra de terrenos.

Al 31 de Diciembre del 2018, los activos totales de Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A. crecieron en 34.55%, al pasar de US\$282.61 millones en el 2017 a US\$380.25 millones en el 2018; dentro del agregado, los rubros más significativos son las Propiedades y Equipos e Inventarios. Los activos corrientes tienen una participación de 33.04% mientras que los no corrientes representan el 66.96%.

Los activos corrientes ascienden a US\$125.64 millones, y se conforman en un 63.44% de inventarios y 23.95% de caja-bancos. El stock de existencias pasó de US\$67.53 millones en el 2017 a US\$79.70 millones al 2018, lo cual equivale a un crecimiento del 18.01% en montos, presentando aun así una



menor proporción dentro de la composición del total de activos (2017: 23.90%; 2018: 20.96%), manteniendo una rotación promedio de 60 días para los últimos 3 años.

Por su parte las cuentas por cobrar comerciales (incluido anticipos a proveedores), se incrementan en un 23.65%, al pasar de US\$8.41 millones en el 2017 a US\$10.40 millones en el 2018 con una rotación promedio de 4 días para los últimos tres años, lo cual es acorde al giro de negocio de los supermercados.

Los activos no corrientes ascendieron a US\$254.61 millones, conformándose en un 84.41% por Propiedades y Equipo, este rubro pasó de US\$150.96 millones a US\$214.91 millones, entre los años 2017 y 2018, incrementándose en 42.37%, costos incurridos en la construcción y equipamiento de locales nuevos, remodelaciones de locales comerciales, adquisición de equipos de refrigeración, neveras para embutidos y lácteos destinadas a varias sucursales y compra de terrenos.

Estructura de Financiamiento

A Diciembre de 2017 los pasivos totales del Emisor aumentaron en un 14.44%, cerrando en US\$239.28 millones (2016: US\$209.093 millones), variación originada por mayor endeudamiento con costo de corto y largo plazo y proveedores. El 20.94% de los mencionados pasivos son de corto plazo y un 79.06% de largo plazo.

Las obligaciones con proveedores son el principal rubro de los exigibles representando el 25.84% de los pasivos totales, y se redujeron en montos respecto al periodo anterior en 0.94% (2016: US\$62.45 millones; 2017: US\$61.83 millones). La rotación promedio es de 61 días para los últimos tres años.

Las obligaciones con instituciones financieras (corto y largo plazo) ascienden a US\$113.54 millones (2016: US\$87.40 millones), representando el 47.5% del pasivo total (2016: 41.80%), cuyo importante incremento se ha observado a partir del 2008 debido a la incursión del Emisor en Mercado de Valores además del endeudamiento regular que mantiene con instituciones financieras.

Los pasivos totales del Emisor al término del ejercicio 2018 se incrementaron en un 31.70%, cerrando al 31 de Diciembre de 2018 en US\$315.15 millones (2017: US\$239.28 millones), variación originada por mayor endeudamiento con costo de corto y largo plazo y proveedores. El 38.17% de los mencionados pasivos son de corto plazo y un 61.83% de largo plazo.

Las obligaciones con proveedores son el principal rubro de los exigibles representando el 23.51% de los pasivos totales, incrementando su monto respecto al periodo anterior en 19.84% (2017: US\$61.83 millones; 2018: US\$74.10 millones). La rotación promedio es de 58 días para los últimos tres años.

Las obligaciones con instituciones financieras (corto y largo plazo) ascienden a US\$152.54 millones (2017: US\$113.54 millones), representando el 48.40% del pasivo total (2017: 36.03%), cuyo importante incremento se ha observado a partir del 2008 debido a la incursión del Emisor en Mercado de Valores además del endeudamiento regular que mantiene con instituciones financieras.

El Patrimonio Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A. se incrementó en un 50.28%, pasando de US\$43.32 millones en el año 2017 a US\$65.10 millones en el cierre del 2018, variación que es producto de un mejor monto de las utilidades acumuladas, sumado al aumento de capital realizado por la empresa. Cabe indicar que el capital social al corte de Diciembre 2018 representa el 8.91% de los recursos patrimoniales, soportándose casi en su totalidad en las utilidades del periodo.

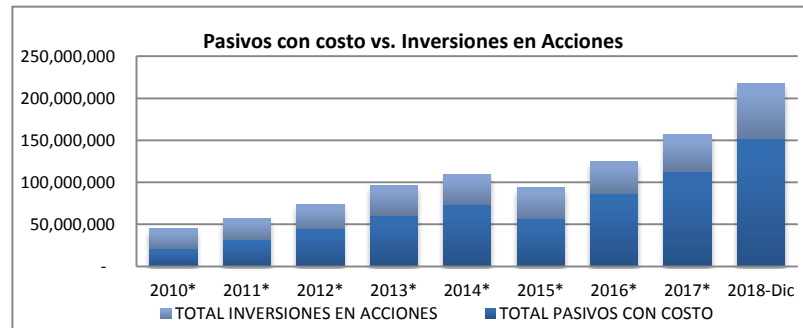
A Diciembre de 2017, los activos ajustados fueron de US\$156.86 millones, soportado en su mayoría por las Propiedades y Equipos del emisor (96.23%), mientras que el capital de trabajo representó el 15.52% y el resultado neto de otros activos y pasivos no corrientes resultó negativo. Al 31 de Diciembre del 2018, sus activos ajustados crecieron en 38.74% alcanzando los US\$217.64 millones, soportado en su totalidad por las Propiedades y Equipos del emisor (98.75%) mientras que el



capital de trabajo representó el 6.06% y el resultado neto de otros activos y pasivos no corrientes resultó negativo

A Diciembre de 2018 la estructura de capital de la Empresa está compuesta por US\$152.54 millones de deuda financiera y US\$65.10 millones de inversión accionarial, señalando una relación de 2.34 veces (Diciembre de 2017: 2.62 veces) entre ambas fuentes de fondos. Los pasivos afectos al pago de intereses financian el 40.12% (Diciembre de 2017: 40.18%) de los activos totales; con respecto a la participación el 38.17% (Diciembre de 2017: 32.41%) son de corto plazo y el 61.83% (Diciembre 2017: 67.59%) de largo plazo. Aunque los activos líquidos de la empresa resultan menores al de sus pasivos corrientes, la alta rotación de sus productos determina la generación de flujo suficiente para cubrir los vencimientos corrientes de sus pasivos.

A partir del 2008, la Empresa cambia su estructura de financiamiento al incrementar la carga en pasivos financieros (principalmente mercado de valores) respecto a los recursos patrimoniales, manteniendo un continuo incremento de los pasivos con costo dentro de la estructura de financiamiento.

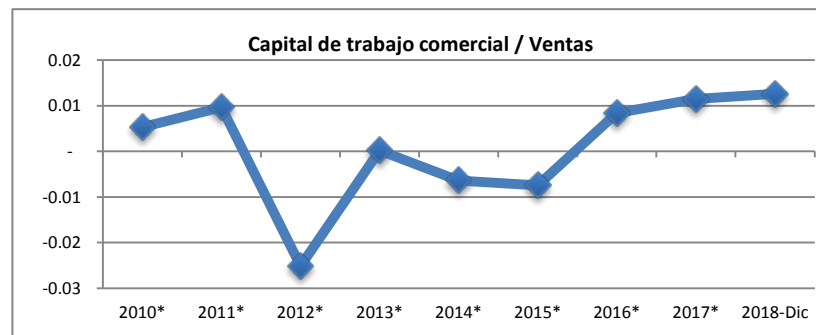


(*) Datos bajo NIIF

La relación ventas versus los activos ajustados representó 5.82 veces en el último año, disminuyendo respecto al periodo previo (7.80), esto refleja que el emisor genera ingresos de 5.82 dólares por cada dólar invertido (2017: 7.80 veces).

Liquidez

Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A. registra índices de liquidez inferiores a 1 producto de mantener importante niveles de pasivos corrientes respecto a sus activos corrientes, lo cual es propio de los negocios de retail quienes presentan capital de trabajo comercial negativo originado por las mayores obligaciones con proveedores respecto al nivel de stock que deben mantener para suplir la demanda de su cartera de clientes. En el siguiente gráfico se observa una relación capital de trabajo comercial para ventas negativa en algunos los periodos.



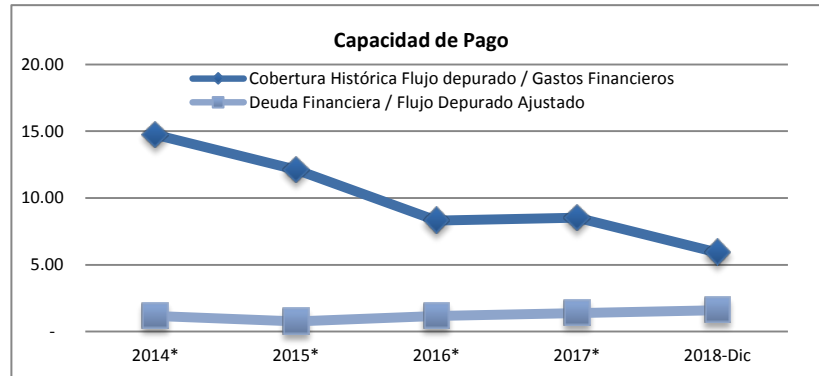
(*) Datos bajo NIIF

El ciclo de efectivo resultó de 10 días, producto de un mayor plazo de pago a proveedores respecto los días de recuperación de cartera y rotación de inventario, lo que evidencia que los proveedores financian la operación comercial del emisor.



4.1.3. Índice de Cobertura Histórica

A Diciembre del 2017 y 2018, la Empresa muestra un índice de cobertura de gastos financieros de 8.48 y 5.91, respectivamente, que a pesar de haber disminuido respecto a los años anteriores, aún genera suficiente flujo de recursos para cubrir sus gastos de orden financiero. El deterioro anual de éste índice es producto de las mayores obligaciones que se han presentado. No obstante, a pesar de dicha reducción en la cobertura producto de mayores obligaciones con costo, el emisor habría cubierto sus deudas en un periodo promedio de un año y medio.



(*) Datos Bajo NIIF

Del análisis histórico de los indicadores financieros adicionales del Emisor, observamos que el indicador de liquidez en este tipo de industria no cumple con los parámetros de calificación dado que los proveedores financian la operación comercial del emisor; excepto por lo mencionado, no se encuentran otros factores de riesgo que afecten la capacidad de pago histórica. Ponderando los factores señalados se califica a los Indicadores Adicionales como Positivos.

4.2. Análisis de los Factores Cualitativos de la Empresa

4.2.1. Posición de la Empresa en su Industria

Tiendas Industriales Asociadas TIA S.A. fue constituida en Ecuador en diciembre 24 de 1959 su domicilio principal se encuentra en la ciudad de Guayaquil en las calles Chimborazo y Luque. Su actividad principal es la compra al por mayor de productos de consumo masivo y mercadería en general y venta al detalle.

La empresa innovaba el concepto de vender víveres y demás artículos para el hogar y la familia sin la necesidad de ejercer la compra en el momento; en 1961 se instala en la ciudad de Quito, para después expandirse progresivamente a otras ciudades; en Febrero del 2015 se realizó la fusión por absorción de TIA con la compañía filial Supermercados Magda S. A; contando al 31 de Diciembre de 2018 con 205 locales ubicados en 22 provincias y 3 centros de distribución ubicados estratégicamente en el país (2 en Guayaquil y 1 en Quito).

Dentro del negocio la Entidad lleva más de 57 años en el mercado local y ha enfocado sus estrategias hacia la población con nivel socioeconómico medio-bajo, por medio de la ubicación en áreas alejadas no cubiertas por los otros supermercados posicionados del país. La estrategia de marketing abarca sorteos por campañas de temporada, por inauguraciones de nuevos locales de ventas, combos u ofertas, entre otras.

En Junio del 2011 el emisor adquirió a la compañía Magda Espinosa S.A., compañía dedicada a la compra y venta de artículos al por mayor y menor de productos de consumo masivo para su posterior venta al detalle.

De acuerdo al informe de auditoría del 2014, en abril del 2014, la Junta General de Accionistas decidió aprobar la fusión por absorción con Supermercados Madga S. A., la cual fue aprobada por



la Superintendencia de Compañías en febrero 12 del 2015 mediante la resolución SCVS-INC-DNASD-SAS-15-0000391.

La estrategia comercial de la entidad en parte se sustenta en el crecimiento en locales bajo la denominación "TIA", "TIA Express", Supermercados Magda y "Plaza TIA", cuyas diferencias radican en el espacio físico que se cuente en cada una, la densidad poblacional del área de influencia del local, el tipo de producto que se expende en cada una, y de acuerdo a ello, se obtiene un mayor margen de ganancia.

TIA: Formato de supermercado, ubicados en ciudades con poblaciones mayores a 125,000 habitantes, con áreas superiores a 700 metros cuadrados, con un mayor surtido (abarrotes, víveres, perecederos, panadería, pastelería, comidas preparadas, cárnicos y frutas y verduras).

TIA EXPRESS: Formato de negocio barrial, ubicados en áreas superiores a 200 metros cuadrados, donde sus clientes han sido tradicionalmente atendidos por mercados informales y tiendas pequeñas. Además de tener una amplia variedad de artículos, cuenta con un desarrollo de productos de marcas propias.

SUPERMERCADOS MAGDA: Desde el año 2011, la cadena de Supermercados Magda, ubicada en Quito, pasó a formar parte de TIA. La cadena estaba conformada por 4 establecimientos de los cuales se encuentran operando a la fecha 2 bajo la marca MAGDA y 1 bajo la marca TIA. Es una cadena que se dedica a la comercialización de productos de consumo masivo y de mercadería en general.

Adicionalmente, TIA ha incursionado con su formato de tienda en Plazas Comerciales denominadas Plaza Tía. Dichas Plazas Comerciales se edifican sobre una superficie de terreno que está entre 5,000 m² a 10,000 m², teniendo una superficie comercial entre 2,000 m² y 3,000 m². TIA es el ancla de las Plazas Comerciales con aproximadamente el 50% del área comercial. A la presente fecha, cuenta con 3 plazas comerciales y proyecta aperturar otra plaza en marzo 2019 y para el año 2020 una quinta plaza Comercial. Durante el período 2004 al 2018, TIA a abiertos locales nuevos (11.33) en promedio por año.

A más de los locales de atención al público que mantiene a la fecha, y que incluyen locales propios y alquilados (de acuerdo a estrategias comerciales de la Entidad), TIA S.A. cuenta con 3 centros de distribución ubicados estratégicamente en el país, los mismos que generan un impacto positivo, tanto en sus proveedores como en la cadena logística de la compañía. Durante el año 2017 y 2018; Tiendas Industriales Asociadas TIA S.A., realizó la construcción del nuevo Centro Nacional de Distribución el cual está ubicado en el cantón Lomas de Sargentillo y será uno de los centros logísticos más modernos del país, en el segundo semestre del año 2019, se realizará la inauguración del nuevo Centro Nacional de Distribución. El nuevo Centro de Distribución no sólo mejorará la cadena logística de la compañía sino también ampliará la capacidad instalada, con lo cual TIA podrá mantener el mismo ritmo de crecimiento en número de tiendas nuevas; por lo que el actual (CND), ubicado en el km 24.5 vía a Daule será puesto a la venta.

En base al proyecto del nuevo Centro Nacional de Distribución, el Ministerio de Comercio Exterior e Inversiones decidió aprobar mediante Resolución No. 24-CEPAI-2018, a los 17 días del mes de mayo de 2018, el Contrato de Inversión que le otorgará a TIA beneficios e incentivos respectivos de conformidad con el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones (COPCI) y su reglamento.

Además de los ingresos ordinarios procedentes de la venta de bienes previamente mencionados, la Entidad cuenta con ingresos provenientes de arrendamientos operativos e ingresos diferidos, éstas últimas son recursos por los cuales la Empresa recibe efectivo (anticipos de venta) aunque no haya ocurrido el despacho correspondiente. Paralelamente la Compañía, cuenta con un programa de fidelización de clientes, por medio del uso de la tarjeta "Tarjeta Más" la cual otorga puntos a los clientes por cada valor de consumo en sus compras, mismos que son acumulables y permiten el canje de artículos en promoción en futuras compras; al 31 de Diciembre de 2018 el número de



afiliados asciende aproximadamente a cuatro millones de acuerdo a la información proporcionada por la Administración. También ofrece el servicio “Consumo Empresarial”, que es un servicio de crédito para empleados de empresas, que no agrega costo a los usuarios y pueden realizar compras en cualquiera de los almacenes a nivel país.

El mix de productos óptimo para el negocio del emisor en términos sencillos corresponde a los productos de mayor rotación, como son limpieza e higiene personal, y artículos para el hogar, seguido por los comestibles (arroz, azúcar, atún, fideos, granos secos), donde el margen puede llegar a ser muy atractivo. Se ha incorporado al mix de ventas, productos de la marca Xtreme, donde el consumidor puede encontrar cocinas, televisores, cafeteras, planchas, DVD, ventiladores; además cuenta con líneas bajo su marca propia desde el 2007, el nombre de su marca es Ta'Riko y su variedad incluye arroz, azúcar, atún, fideos, granos secos, huevos, que tienen alta rotación de acuerdo a la misma Empresa. El origen de la mayor parte de los productos comercializados es China.

El riesgo se atenúa por la larga relación comercial con los proveedores y la adquisición de beneficios como crédito directo con líneas abiertas. En relación a los proveedores nacionales, el plazo promedio esta alrededor de los 30 días como mínimo pero puede extenderse hasta 45 días en cuanto a los proveedores del exterior dependiendo del embarque y del proveedor, puede extenderse hasta 120 días.

Comentando solamente sobre los supermercados, TIA se ha ubicado como la tercera empresa más importante de los supermercados en el Ecuador, detrás de Corporación La Favorita y Corporación El Rosado. TIA adaptó su estrategia para cubrir las necesidades insatisfechas de los clientes de la “tienda de la esquina”, las cuales han perdido posicionamiento a pesar de su cercanía al domicilio del potencial cliente y líneas específicas de ventas. Otro conjunto de empresas que conforman la competencia indirecta del emisor, al vender líneas de productos que también ofrece TIA, son: Productora Ecuatoriana Proesa, Quifatex, Gerardo Ortiz e hijos, Almacenes De Prati, Comohogar (Sukasa), Superdeporte (Marathon), Pydaco, Comercial Etatex, Devies Corp., Nuevas Operaciones Comerciales (NUCOPSA), Televisión y ventas Televent, Pycca, Payless Shoessource Ecuador, Almacenes Estuardo Sánchez, Distribuidora Geyoca, Cohervi, Paco Comercial e Industrial, Almacenes Boyacá y Súper Bahía (Súper Éxito).

Un factor de riesgo sistemático que afecta a la Empresa es el tipo de cambio de la moneda de uso oficial en el país de origen, en algunos casos, encareciendo las importaciones. A pesar de ello, hasta el momento la entidad ha podido manejar y mantener los márgenes en los diferentes productos que expenden, lo cual radica en los relativamente pequeños montos de compras solicitados a los proveedores del exterior en comparación a las compras nacionales.

En cuanto a las políticas gubernamentales si bien en los últimos períodos los aranceles han mostrado incrementos para ciertos productos y en periodos anteriores se grabó con ICE (impuesto a consumos especiales) a productos de consumo, además del establecimiento de cupos a otros productos, la eficiencia de la empresa hasta ahora le ha permitido superar los cambios sin afectar de manera abrupta los precios para el consumidor final, práctica que se espera continúe sin ocasionar afectaciones significativas en el flujo de caja del negocio.

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

4.2.2. Características de la Administración y Propiedad

4.2.2.1. Estructura Accionarial

De acuerdo a la información proporcionada por Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A; el capital social a Diciembre de 2018 asciende a US\$5,798,551 dividido en 289,927,544 acciones de US\$0.02 de valor nominal unitario; aumento de capital autorizado mediante resolución No. SCVS-INAF-DNTH-2018-0131 con fecha 15 de Agosto de 2018. El paquete accionarial de la entidad se



resume a continuación:

Accionistas	Número de Acciones	% de Part.
Grant Invest Pte. Ltd.	106.842.873	36.85%
Innoparticipations Lp	89.420.360	30.84%
Innovent Investment Lp	71.383.031	24.62%
Innovent Investments S.A.	16.487.743	5.69%
Nuñez Varella Rodriguez Daniel y Rafael	3.862.395	1.33%
Kingsbury Rachel Regina	1.931.142	0.67%

De acuerdo a la composición del capital accionario de Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S. A. la misma es una compañía de nacionalidad ecuatoriana, constituida de acuerdo a las Leyes ecuatorianas pero con calificación de empresas extranjera de acuerdo al Régimen Común de Tratamiento a los capitales extranjeros previstos en la Decisión 291 de la Comisión del Acuerdo de Cartagena.

El 23 de Noviembre del 2011, la Junta General Extraordinaria de Accionistas, en razón del incumplimiento en la entrega de información por parte del accionista Reco S.A. sociedad extranjera y basada en lo dispuesto en la Ley de Compañías, resuelve la exclusión de éste accionista que representaba la participación accionaria del 1.2242%.

En Julio 30 de 2012, la Compañía inició el trámite de disminución del capital social por efectos de la exclusión de dicho accionista, por US\$1,317.10, lo cual fue aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros Mediante Resolución No. SC-IJ-DJC-G-13-0005609 de Septiembre 20 de 2013, y que fue inscrita en el registro mercantil el 21 de Febrero de 2014.

Respecto a la política de dividendos, el Emisor, no ha establecido una política específica, siendo establecidas de acuerdo a lo acordado en las Juntas Generales de Accionistas.

De acuerdo a información incluida en el prospecto de emisión, los directivos presentan como compañías vinculadas: Por Propiedad (Catacaos Cía. Ltda., Diseño Compañía De Diseño & Arquitectura Diseñarq S.A., Racelpale Cia. Ltda); por Gestion (Catacaos Cía. Ltda., Plaza Tía Uno S.A. SOLIDASA, Cristaterra S.A., Racelpale Cia. Ltda, Plaza Tía Uno S.A. SOLIDASA) y con participación de Capital en otras Sociedades (Dinamiatrade S.A.)

La Entidad cuenta con reasignación temporal de responsabilidades en reemplazo de ejecutivos claves; personal que incluso tienen firmas autorizadas para lo que corresponda

Por lo expuesto Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A. Cuenta con fortalezas ante sus competidores internos, lo cual permite clasificarla en CLASE - 1, lo que indica que la empresa no muestra evidencias que su administración o características de su propiedad afecten su capacidad de pago.

4.3. Asignación de la Calificación Preliminar

Considerando que los factores mencionados no difieren en más de una posición con respecto a su rango máximo, manteniendo la Categoría Básica Proyectada, la Calificadora de Riesgo propone al Comité de Calificación para la Séptima Emisión de Obligaciones de Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S. A. la Calificación Preliminar de "AAA-".

6. Calificación Final

6.1 Garantía y Resguardos

La Séptima Emisión de Obligaciones, objeto de calificación, fue estructurada con Garantía



General en los términos señalados en el Art. 162 del Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos, la cual establece, que es la totalidad de los activos libres de gravamen menos las deducciones descritas en el Art. 13 de la Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, sobre el saldo obtenido se calcula el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir. *Basados en el Certificado de Activos Libres de Gravamen proporcionado por Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S. A., a Diciembre de 2018, cumpliría con la garantía general establecida en la LMV.*

Resguardos

Así también, la estructura de la séptima emisión de obligaciones incluyen los resguardos previstos en el Art. 11, Sección I., Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, los cuales fueron reformados y publicados en el Registro Oficial N° 85 del 14 de Noviembre de 2013, por lo cual Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S. A. deberá:

1. a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, b) Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras estén en mora las obligaciones; y,
3. Mantener la relación de obligaciones en circulación sobre los activos libres de gravamen.

Respecto a estos resguardos es importante indicar, en su orden: a) La Compañía Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S. A. históricamente ha mantenido índices de liquidez por debajo de la unidad, debido al tipo de negocio, al corte de Diciembre del 2018 fue de 0.84 veces, por lo cual el Emisor no cumple con el parámetro de liquidez (ratio que es explicado en la sección de Indicadores Adicionales de la Situación Financiera del Emisor); b) De la relación activos reales versus pasivos se obtuvo que la Entidad de acuerdo a sus cifras al corte de Diciembre 2018 se encuentra dentro del límite establecido. Paralelamente, tal como se expresó en el primer párrafo de esta sección, la Calificadora constató que la Empresa se encuentra dentro de lo establecido en cuanto a los Activos Libres de Gravamen.

Las consideraciones efectuadas sobre la calidad de los activos que respaldan las emisiones de obligaciones vigentes y su capacidad de ser liquidados y si dichos activos incluyen cuentas por cobrar a empresas vinculadas, a las que hacen referencia los numerales 1.8 y 1.9 del Art. 18, Subsección IV, Sección IV Calificación de riesgo, Capítulo III, Subtítulo IV de la Codificación de Resoluciones, se han realizado conforme a información proporcionada por el Emisor, entre éstas los Estados Financieros Auditados del 2005 hasta el 2017, auditados en los tres últimos años por la firma auditora KPGM del Ecuador Cía. Ltda. con número de SC-RNAE No. 069.

- Los *activos totales* del Emisor al 31 de Diciembre de 2018 ascendieron a US\$380,254,968 millones, de los cuales los *Activos con Gravamen* sumaron US\$57,490,101.05 millones. Sobre el agregado podemos informar que:
 - US\$30.09 millones corresponden a activos *disponibles en Bancos*, de los cuales se encuentran en las principales instituciones financieras locales.
 - US\$10.40 millones son *Cuentas por Cobrar Comerciales (incluido anticipo a proveedores)*, de los cuales US\$3.40 millones son *anticipo proveedores* y US\$4.71 millones son *clientes*, US\$2.28 millones son *otras cuentas comerciales (rebate a proveedores)*.
 - Inventario por US\$79.70 millones que en su mayoría son mercadería disponible para la venta.
 - Otros *activos de corto plazo* sumaron un monto de US\$5.44 millones *compuestos por otras cuentas por cobrar por US\$106,975 mil, empleados por US\$3.20 millones, otros activos por US\$2.13 millones.*
 - *Propiedad, Planta y Equipo*, US\$214.91 millones, entre las que se encuentran edificaciones, instalaciones maquinaria y equipos, equipos de computación, muebles y enseres y vehículos, (de los cuales se encuentran con gravamen US\$43.36 millones).



Elementos adicionales

Así mismo la empresa emisora se compromete a mantener durante la vigencia de la presente emisión los siguientes resguardos: UNO) Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: UNO.UNO.) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a cero punto cincuenta y cinco (0.55) a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de valores; y, UNO.DOS.) 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. DOS) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. TRES) Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo trece de la Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, CUATRO) En atención a lo estipulado en el artículo 164, literal g) de la ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus normas complementarias, la emisora se compromete a proporcionar la información financiera que fuera requerida por el representante de los obligacionistas.

Parte de los criterios de calificación de riesgo relacionados con el análisis del Emisor y del Garante incorporado en el Art. 9 del Capítulo I, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, informamos que el monto de las emisiones de obligaciones que mantiene Emisor ascienden a US\$55.9 millones, aproximadamente, al corte de Diciembre del 2018, cantidad que representa el 85.88% del patrimonio total de la Compañía, de tal forma que se encuentra dentro del límite establecido en el artículo mencionado (no supera el 200% de su patrimonio).

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

6.2 Asignación de Calificación Final

Las características del sector en que participa al igual que la estrategia con que compiten en el mercado, explican el hecho de que la empresa emisora logre mantener una sólida tendencia creciente en sus ingresos, encontrándose éstos en un nivel que le permite cubrir con suficiente holgura, los egresos originados en la deuda financiera que al momento comprende su estructura de capital, incluida dentro de ésta a la emisión de obligaciones sujeta al proceso de calificación.

Analizados los factores de riesgo cuantitativos y cualitativos expuestos en el informe de calificación preliminar, y luego de revisar la estructura de la emisión en cuanto se refiere a los mecanismos de garantía y resguardos que incluye, los miembros del Comité se pronuncian por mantener a la **Séptima Emisión de Obligaciones de TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS (TIA) S.A.**, de hasta US\$20,000,000.00 millones, en la calificación de riesgo de "AAA-"

7. Hechos Posteriores

Entre el 31 de Diciembre de 2018 y la fecha de emisión del presente informe de calificación de riesgo, no se produjeron eventos que, en opinión de la Administración de la Compañía, pudieran tener un efecto significativo sobre la calificación de riesgo.

8. Declaración de Independencia

Dando cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores, a nombre de la Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana S. A., y en mi condición de representante legal de la Empresa, declaro bajo juramento que ni la calificadora de riesgo, ni sus administradores, miembros del



Comité de Calificación, empleados en el ámbito profesional, ni los accionistas, se encuentran incurso en ninguna de las causales previstas en los literales del mencionado artículo.

Además, cabe destacar que la calificación otorgada por la Calificadora a la Séptima Emisión de Obligaciones de Tiendas Industriales Asociadas TIA S.A., no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Danny Ortiz
Gerente General
Febrero de 2019

SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRL S.A.		Fecha: feb-19								
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS (TIA) S. A.		NIIF								
	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	2017*	2018-Dic	
RESULTADOS, RENTABILIDAD Y EFICIENCIA										
Ingresos	312,637,249	373,403,093	440,358,488	491,304,559	535,748,463	579,883,806	589,554,333	611,831,349	633,754,205	
Costo de Ventas	-239,953,674	-290,658,438	-348,979,451	-385,700,468	-397,209,410	-418,020,515	-412,486,303	-419,040,390	-430,415,222	
Utilidad Bruta	72,683,575	82,744,655	91,379,038	105,604,091	138,539,053	161,863,291	177,068,030	192,790,959	203,338,983	
Gastos Administrativos y Generales	-64,030,378	-75,777,248	-90,539,498	-101,621,746	-116,744,967	-122,527,504	-133,719,395	-143,018,678	-146,473,595	
Gastos de Venta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Utilidad Operativa	8,653,197	6,967,407	839,540	3,982,346	21,794,086	39,335,787	43,348,635	49,772,281	56,865,388	
Gastos Financieros	-1,363,226	-2,318,557	-3,229,799	-4,060,739	-4,255,498	-6,044,897	-8,883,093	-9,668,796	-16,059,255	
Otros Ingresos (Egresos) Netos	20,175,776	25,964,205	38,098,200	45,907,428	29,552,966	22,803,052	19,668,503	21,372,161	25,687,041	
Utilidad Antes de Pago Impuestos y Partici	27,465,747	30,613,055	35,707,941	45,829,035	47,091,554	56,093,942	54,134,045	61,475,646	66,493,174	
Participación Empleados	-4,121,673	-4,591,958	-5,356,191	-6,811,622	-7,063,733	-8,420,100	-8,120,107	-9,221,347	-9,973,976	
Impuesto a la Renta	-5,342,390	-5,757,915	-6,321,810	-8,828,140	-8,942,695	-12,877,093	-11,245,035	-12,548,970	-18,845,949	
Utilidad Neta	18,001,684	20,263,182	24,029,940	30,189,272	31,085,126	34,796,749	34,768,903	39,705,329	37,673,249	
EBITDA	33,664,951	38,519,052	45,741,389	58,025,591	61,313,807	73,416,700	74,657,682	83,085,955	96,213,834	
% de variación nominal Ingresos	18.40%	19.44%	17.93%	11.57%	9.05%	8.24%	1.67%	3.78%	3.58%	
% de variación real Ingresos	14.58%	13.31%	13.28%	8.64%	5.19%	4.70%	0.54%	3.99%	3.30%	
COGS	19.55%	21.13%	20.07%	10.52%	2.98%	5.24%	-1.32%	1.59%	2.71%	
COGS/Ventas	76.75%	77.84%	79.25%	78.51%	74.14%	72.09%	69.97%	68.49%	67.92%	
Margen Bruto	23.25%	22.16%	20.75%	21.49%	25.86%	27.91%	30.03%	31.51%	32.08%	
Gastos Administrativos y Generales / Ve	20.48%	20.29%	20.56%	20.68%	21.79%	21.13%	22.68%	23.38%	23.11%	
Gastos de Venta / Ventas	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
Gasto Operativos / Ventas	20.48%	20.29%	20.56%	20.68%	21.79%	21.13%	22.68%	23.38%	23.11%	
Margen Operativo	2.77%	1.87%	0.19%	0.81%	4.07%	6.78%	7.35%	8.13%	8.97%	
Otros Ingresos (Egresos) Netos/ Ventas	6.45%	6.95%	8.65%	9.34%	5.52%	3.93%	3.34%	3.49%	4.05%	
Margen Operativo	9.22%	8.82%	8.84%	10.15%	9.58%	10.72%	10.69%	11.63%	13.03%	
Margen Neto	5.76%	5.43%	5.46%	6.14%	5.80%	6.00%	5.90%	6.49%	5.94%	
Margen EBITDA	10.77%	10.32%	10.39%	11.81%	11.44%	12.66%	12.66%	13.58%	15.18%	
Retorno sobre Patrimonio Promedio (RO	89.71%	91.41%	99.92%	111.24%	95.54%	195.45%	193.15%	213.09%	185.95%	
Retorno sobre Activo Promedio Ajustado	14.72%	14.12%	14.88%	15.26%	13.64%	30.05%	29.26%	30.41%	23.95%	
ESTRUCTURA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL										
Caja y Equivalentes de Caja	10,294,439	8,600,503	20,276,914	20,664,390	23,695,229	16,601,294	24,725,944	35,770,627	30,091,947	
Deudores	7,462,154	9,614,331	3,402,370	5,149,071	3,805,113	4,667,219	4,290,003	8,412,885	10,402,876	
Existencias	40,762,435	45,934,746	50,012,554	59,717,828	62,888,618	67,500,259	68,047,671	67,536,675	79,701,732	
Activo Fijo	51,015,110	61,769,722	77,283,829	107,114,217	120,092,417	126,259,605	135,869,535	150,961,838	214,919,813	
Otros Activos Corrientes	2,730,562	5,841,290	7,650,307	8,481,221	8,580,687	7,406,025	7,600,762	6,169,430	5,446,345	
Otros Activos No Corrientes	9,549,521	14,314,895	17,595,379	6,213,774	6,103,163	6,523,777	6,276,478	13,759,594	39,692,255	
ACTIVOS TOTALES	121,814,221	146,075,487	176,221,353	207,340,501	225,165,227	228,958,179	246,810,393	282,611,049	380,254,968	
Pasivo Financiero C/P	3,584,138	3,000,000	5,000,000	16,000,000	36,985,280	22,134,070	39,981,549	23,772,275	58,227,295	
Pasivo Financiero L/P	18,263,064	29,212,647	39,882,329	44,718,911	37,073,716	34,574,299	47,423,573	89,775,237	94,313,581	
Pasivos con Proveedores	46,547,704	51,926,677	64,478,381	64,764,180	70,112,250	80,839,285	62,452,025	61,832,673	74,102,721	
Otros Pasivos Corrientes	13,092,111	15,365,778	15,913,585	20,813,346	27,933,839	29,131,744	29,094,823	31,711,337	38,356,270	
Otros Pasivos No Corrientes	17,457,735	21,339,417	21,899,333	25,020,578	17,868,615	25,464,692	30,141,366	32,198,160	50,152,555	
PASIVOS TOTALES	98,944,752	120,844,519	147,173,628	171,317,015	189,973,700	192,144,090	209,093,366	239,289,682	315,152,422	
PATRIMONIO	22,869,469	25,230,968	29,047,725	36,023,486	35,191,527	36,814,089	37,717,057	43,321,367	65,102,546	
Capital de trabajo comercial	1,676,885	3,622,400	-11,063,457	102,719	-3,418,519	-8,671,807	9,885,649	14,116,887	16,001,887	
Capital de trabajo	1,609,775	2,698,415	950,179	8,434,984	923,558	-13,796,232	13,117,532	24,345,607	13,183,908	
Activo Fijo	51,015,110	61,769,722	77,283,829	107,114,217	120,092,417	126,259,605	135,869,535	150,961,838	214,919,813	
Otros Activos menos Pasivos no corrient	-7,908,214	-7,024,522	-4,303,954	-18,806,804	-11,765,452	-18,940,915	-23,864,888	-18,438,566	-10,460,300	
ACTIVOS AJUSTADOS TOTALES	44,716,671	57,443,615	73,930,054	96,742,397	109,250,523	93,522,458	125,122,179	156,868,879	217,643,422	
Deuda Bancaria C.P.	3,584,138	3,000,000	5,000,000	16,000,000	36,985,280	22,134,070	39,981,549	23,772,275	58,227,295	
Obligaciones Financieras L.P. (Incluye Po	18,263,064	29,212,647	39,882,329	44,718,911	37,073,716	34,574,299	47,423,573	89,775,237	94,313,581	
TOTAL PASIVOS CON COSTO	21,847,202	32,212,647	44,882,329	60,718,911	74,058,996	56,708,369	87,405,122	113,547,512	152,540,876	
TOTAL INVERSIONES EN ACCIONES	22,869,469	25,230,968	29,047,725	36,023,486	35,191,527	36,814,089	37,717,057	43,321,367	65,102,546	
TOTAL CAPITAL INVERTIDO	44,716,671	57,443,615	73,930,054	96,742,397	109,250,523	93,522,458	125,122,179	156,868,879	217,643,422	
Deuda Financiera / Capital invertido	48.86%	56.08%	60.71%	62.76%	67.79%	60.64%	69.86%	72.38%	70.09%	
Inversiones en acciones / Capital invertic	51.14%	43.92%	39.29%	37.24%	32.21%	39.36%	30.14%	27.62%	29.91%	
Deuda Financiera / Patrimonio	0.96	1.28	1.55	1.69	2.10	1.54	2.32	2.62	2.34	
Deuda Financiera / EBITDA	0.65	0.84	0.98	1.05	1.21	0.77	1.17	1.37	1.59	
Pasivos C.P./Deuda Financiera	16.41%	9.31%	11.14%	26.35%	49.94%	39.03%	45.74%	20.94%	38.17%	
Pasivos L.P./Deuda Financiera	83.59%	90.69%	88.86%	73.65%	50.06%	60.97%	54.26%	79.06%	61.83%	
Deuda Financiera / Activos Ajustados	48.86%	56.08%	60.71%	62.76%	67.79%	60.64%	69.86%	72.38%	70.09%	
Deuda Financiera / Activos	17.93%	22.05%	25.47%	29.28%	32.89%	24.77%	35.41%	40.18%	40.12%	
Capital de trabajo comercial / Ventas	0.01	0.01	-0.03	0.00	-0.01	-0.01	0.01	0.01	0.01	
Ventas / Activos Ajustados	6.99	6.50	5.96	5.08	4.90	12.40	9.42	7.80	5.82	
Ratio de liquidez	0.89	0.87	0.83	0.80	0.73	0.68	0.74	0.90	0.74	
CxC días	8	8	5	3	3	3	3	4	5	
Inv. Días	54	54	50	52	56	57	60	59	62	
CxP días	64	62	61	61	62	66	63	54	57	
Ciclo de efectivo (días)	-3	1	-5	-6	-3	-6	-1	9	10	

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA HISTÓRICA									
	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	2017*	2018-Dic
Flujo Depurado Ajustado	39,915,180	43,159,591	48,824,112	60,439,241	62,750,456	73,268,441	73,937,102	82,395,940	94,929,482
Activos Promedio Ajustados	122,332,781	143,532,307	161,486,353	197,814,049	227,818,010	231,606,467	237,617,085	261,139,105	314,571,721
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	32.63%	32.80%	30.23%	30.55%	27.54%	31.63%	31.12%	31.55%	30.18%
Rentabilidad Histórica Promedio									31.12%
Activos a Diciembre 31 de 2018 (\$):									314,571,721
Flujo Depurado Histórico									97,895,380
Deuda Financiera (incluyendo nueva emisión)									172,540,876
Cobertura Financiera Histórica									7.95
D.P.D.									2.08

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA					
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Flujo Depurado Proyectado	86,890,801	89,881,715	92,125,348	93,621,488	94,369,929
Activos Promedio	422,103,980	465,693,182	531,706,208	600,917,248	670,142,953
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	20.59%	19.30%	17.33%	15.58%	14.08%
Deuda Financiera Proyectada	169,375,215	191,759,588	219,485,930	248,183,879	276,824,475
Cobertura Financiera Proyectada	8.03				
D.P.D. Proyectado	2.23				

Escenario Proyectado 1

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA					
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Flujo Depurado Proyectado	80,281,773	82,173,277	84,071,518	85,976,283	87,887,367
Activos Promedio	410,967,100	442,545,385	497,535,242	558,252,803	620,274,430
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	19.53%	18.57%	16.90%	15.40%	14.17%
Deuda Financiera Proyectada	167,064,842	181,826,246	205,296,897	230,511,130	256,150,975
Cobertura Financiera Proyectada	6.34				
D.P.D. Proyectado	2.45				

Escenario Proyectado 2

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA					
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Flujo Depurado Proyectado	74,429,577	75,516,938	76,611,036	77,711,658	78,818,599
Activos Promedio	407,678,017	434,905,329	483,409,819	536,934,161	591,136,716
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	18.26%	17.36%	15.85%	14.47%	13.33%
Deuda Financiera Proyectada	166,243,889	178,718,231	199,497,932	221,738,558	244,147,922
Cobertura Financiera Proyectada	5.75				
D.P.D. Proyectado	2.67				