CALIFICACIÓN CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES
UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.

Corporativos
30 de julio de 2020

CALIFICACIÓN:

Cuarta Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	-
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	Enero 2020

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una 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 pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

CONTACTO

Mariana Ávila
Gerente de Análisis
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA (-) para la Cuarta Emisión de Obligaciones de UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. en comité No.215-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 30 de julio de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha a mayo de 2020. (Aprobada por Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2019-00007067 del 28 de agosto de 2019 por un monto de hasta USD 8.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector de manufactura ha sido el principal sector de la economía históricamente con mayores aportaciones al PIB total del Ecuador. El sector manufacturero presentó una tendencia positiva y estable históricamente, con crecimiento constante en el último año. Ha existido mucho incentivo gubernamental en este sector para su desarrollo y el mercado al que se dirige. Con la emergencia sanitaria actual, provocada por el COVID-19 se estiman decrecimientos en la economía en general, al verse afectado el consumo y la libre circulación de personas y mercancías. La situación a futuro todavía es incierta dado que aún no se vislumbra un final, por lo que las consecuencias económicas son difíciles de proyectar. En el sector de manufactura de confites y chocolatería, el consumo de estos productos ha sido modificado, ya que el mercado tiende a consumir productos cercanos a la canasta básica a consecuencia de la pandemia. De esta manera, el Emisor ha respondido con un mayor enfoque en la fabricación de galletas y cocoa para adaptarse a las necesidades actuales del mercado.

- UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. cuenta con un muy buen posicionamiento en el mercado ecuatoriano gracias a su trayectoria de 130 años en el mercado. La compañía fue adquirida en el año 2018 por el holding Bia Snacks Investments S.L. que cuenta con presencia a nivel latinoamericano y con un fuerte posicionamiento en el sector de manufactura alimenticia. La nueva administración implementó una planificación a partir de la que se reestructuraron los estados financieros, sus procesos y sus sistemas comerciales de distribución de productos. Producto de los cambios reseñados, la empresa cambió su estrategia de distribución y ventas, pasando a un sistema de ventas en que la distribución quedó en manos de una compañía especializada. La compañía cuenta con Gobierno Corporativo que se maneja a nivel de grupo y está definido bajo cuatro pilares fundamentales que garantizan y establecen los lineamientos para la asignación de responsabilidad dentro de la organización, estos cuatro pilares son: la Junta Directiva, los comités ejecutivos y las políticas globales.

- Las garantías que respaldan la emisión se han cumplido cabalmente, generando una cobertura adecuada sobre límites preestablecidos, cumpliendo con las obligaciones sin presentar retrasos en los pagos de las obligaciones emitidas. De igual forma, se ha cumplido con el límite de endeudamiento que establece que se mantendrán los pasivos con costo de hasta 3,5 veces el patrimonio de la compañía.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Las ventas de UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. mostraron una tendencia negativa en el periodo histórico como consecuencia del proceso de transición del cambio de administración por el que atravesó durante el año 2018, con lo que se implementaron cambio en los procesos de distribución y comercialización que redujo la actividad económica de ésta. Asimismo, esto provocó diversas reestructuraciones en la compañía que terminó generando pérdidas en todo el periodo de estudio.

Los principales cambios realizados fueron en la comercialización de productos, donde se modificó en su totalidad la composición de ventas por cliente, concentrando las ventas en la compañía relacionada The Tesalia Springs Company S.A. para aprovechar su infraestructura de distribución a nivel nacional. Producto de los cambios reseñados, la empresa cambió su sistema de ventas en que la distribución quedó en manos de la compañía especializada. La baja de los resultados experimentados en el año 2018 fue mejorada para el año 2019 con la optimización de la estructura de costos. En el año 2019, las ventas se vieron afectadas producto de la paralización del país en el mes de octubre, registrando la pérdida ocasionada, siendo éste un factor exógeno a la operatividad de la compañía.

De igual forma, se reestructuraron los estados financieros de 2017 con la contratación de una nueva empresa auditora externa, por lo que la compañía presentó un capital de trabajo negativo ese año. Para el año 2018, el capital de trabajo negativo fue producto de la transición al nuevo sistema de distribución, con lo que se elevaron las obligaciones financieras corrientes y se dieron de baja inventarios y cuentas por cobrar. Sin embargo, para el 2019 se aprecia que el capital de trabajo retoma sus niveles normales con valores superiores a la unidad. La compañía realizó una reestructuración de sus obligaciones financieras gracias a la apertura de una línea de crédito obtenida con el Banco Pacífico S.A. por un monto de USD 49 millones. Asimismo, al cierre del año 2018 se realizó un incremento de capital de USD 8 millones y a noviembre de 2019 se realizó otro incremento de USD 24 millones. Dichos cambios provocaron diversos efectos como mejoras en el índice de liquidez, reducción del apalancamiento de la compañía, alivio a en los pasivos de corto plazo con su reestructuración al largo plazo, entre otros.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	MAYO 2019	MAYO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	65.138	47.811	42.984	41.848	44.778	47.912	52.703	57.974	14.034	12.820
Utilidad operativa	(1.711)	(3.322)	209	3.819	4.085	4.809	5.741	6.913	(537)	(267)
Utilidad neta	(7.936)	(6.329)	(2.714)	22	25	1.138	2.121	3.263	(2.439)	(1.965)
EBITDA	732	350	3.181	6.791	7.057	7.781	8.713	9.885	629	1.004
Deuda Neta	60.215	62.097	50.266	48.836	49.598	49.117	47.679	45.330	45.098	47.889
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	4.445	8.284	(5.298)	3.895	1.429	2.633	3.549	4.417	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	12.219	(1.358)	1.487	1.465	1.582	1.695	1.408	1.298	10.419	7.953
Servicio de Deuda (SD)	2.949	23.087	39.347	4.852	8.267	9.895	9.897	9.988	2.615	6.174
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	-	-	0,08	1,40	0,85	0,79	0,88	0,99	-	-
Capital de Trabajo	(5.320)	(27.737)	11.431	7.983	6.653	7.617	8.448	11.680	7.468	9.902
ROE	-34,05%	-37,94%	-7,11%	0,06%	0,07%	2,89%	5,12%	7,30%	-15,17%	-13,03%
Apalancamiento	3,34	4,79	1,69	1,64	1,67	1,62	1,52	1,37	1,56	1,69

Tabla 1: Resultados e indicadores.
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

La situación actual del país provocada por la pandemia generó un cambio en el consumo de del mercado, enfocándose en productos cercanos a la canasta básica como consecuencia de las medidas de confinamiento optadas por el Gobierno Central. No obstante, UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. optó por una modificación en su mix de productos al enfocarse en la producción de galletas y cocoa, que son los productos que han mantenido su demanda durante la pandemia. Sin embargo, al considerar el futuro incierto y el decrecimiento esperado para la mayor parte de sectores en la economía, las proyecciones se mantuvieron conservadoras y se estima un decrecimiento del 3% para el cierre del año 2020, con una ralentización en su crecimiento para años posteriores conforme se retome la actividad económica normal. La deuda neta estima mantenerse con su tendencia negativa para el año 2024 con cancelaciones paulatina de capital de la Cuarta Emisión de Obligaciones y de los préstamos financieros. El Flujo Libre de Efectivo estima alcanzar valores positivos superiores a los USD 1,40 millones, coherente con el desempeño normal de la compañía. La Necesidad Operativa de Fondos, con los cambios implementados, estima mantener un valor medio de USD 1,50 millones para años posteriores. El Servicio de la Deuda proyecta alcanzar un valores menores a los históricos, considerando las cancelaciones de la línea de crédito y de la Cuarta Emisión de Obligaciones. Y De esta forma, la Razón de Cobertura de Deuda estima mejorar y mantener un valor medio de 0,96 para el 2024, lo que evidencia que la utilidad operativa más la depreciación permitirá cubrir el servicio de la deuda en dicho periodo.

FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas son difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir. En este contexto la compañía ha demostrado fortalezas que permitirán sortear el escenario antes mencionado con el incremento de liquidez y la reestructuración de la deuda financiera al largo plazo.

FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. Las condiciones de emergencia derivadas de la pandemia han afectado al entorno económico de manera general. Algunas industrias y negocios se encuentran paralizadas y otras operando con muchas limitaciones y restricciones. El gobierno ha tomado medidas para atenuar este efecto en las empresas, pero es probable que resulten insuficientes. Las medidas gubernamentales junto a un análisis detallado del portafolio de clientes y políticas de cobro definidas mitigan parcialmente este riesgo. Además, la empresa se inscribe dentro del sector de alimentos que no debe resultar directamente afectado producto de la pandemia, lo que permite suponer que sus clientes cubrirán sus obligaciones en los plazos y condiciones previstos.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio que permite mitigar este riesgo y se transfieren los costos.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas y también relacionadas que forman parte del mismo Grupo, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Al ser una compañía grande, las políticas y regulaciones laborales podrían ser un riesgo para la operatividad de ésta al ser un fuerte empleador en el mercado ecuatoriano. La compañía mitiga este riesgo a través del cumplimiento de todos los requerimientos de la Ley y además cuenta con la contratación de servicios de medicina prepagada y seguro de vida para todo el personal con Humana S.A. y Equivida S.A. procurando el bienestar integral de todos sus colaboradores.
- La escasez de materia prima podría conllevar a incremento de precios en su cadena de producción y afectar la operación de la compañía, afectando directamente a las ventas. La compañía se mitiga de este riesgo a través de la diversificación de proveedores que cuenta, manejando volúmenes de compra elevados lo que le da mayor control a los precios de materia prima que adquiere.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la perdida de la información.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

- Al ser el 6,53% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios evitando de esta forma pérdidas y daños, implementando diversas medidas de control para maximizar la productividad de los inventarios. Adicionalmente la compañía cuenta con pólizas de seguros que resguardan este activo. Para mitigar estos riesgos la compañía cuenta con varias pólizas de seguros como parte de su política de seguridad operacional como la póliza que mantiene con Seguros GIT S.L. que cubre riesgo de pérdidas durante el transporte de importación y exportación de inventarios por un monto de USD 3,50 millones.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene. Por esta razón la compañía también mantiene un comité de crédito donde se analiza rigurosamente todo el proceso de cobro a clientes desde el inicio de cualquier actividad comercial hasta el proceso final de cobro, mitigando cualquier pérdida posible, otorgando los plazos de crédito óptimos de acuerdo con cada cliente.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A., se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 9,46 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 55,29% del total de los activos que respaldan la Emisión y el 9,72% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones es medianamente representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, podría tener un efecto negativo en los flujos de la empresa. Por esta razón, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.						
Características	CLASES	MONTO USD	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	E	4.000.000	1800 días	8,00%	Trimestral con 720 días de gracia	Trimestral
	F	4.000.000	1800 días	8,00%		
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	No					
Destino de los recursos	Los recursos que se generen serán destinados en un 100% para reestructuración de pasivos con costo.					
Estructurador financiero	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV					
Agente Colocador	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV					
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	▪ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a cero coma noventa (0,90), a partir de la autorización de la Oferta Pública y hasta la redención total de los valores. ▪ 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.					

UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	
	▪ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ▪ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a uno punto veinte y cinco (1,25).
Límite de endeudamiento	▪ Se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 3,5 veces el patrimonio de la compañía.

Tabla 2: Resumen instrumento.
Fuente: Prospecto de Oferta Pública; **Elaboración:** GlobalRatings

El Informe de Calificación de Riesgos de la Cuarta Emisión de Obligaciones de UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A., ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General

PERFIL EXTERNO

ENTORNO MACROECONÓMICO

EXPECTATIVAS DE RECESIÓN

La economía mundial se contraerá significativamente durante 2020 como consecuencia directa de la emergencia sanitaria, así como de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. El impacto económico de la pandemia a nivel mundial fue peor al anticipado durante el primer semestre de 2020, y se espera una recuperación más lenta de la prevista inicialmente debido a las medidas persistentes de distanciamiento social, a cuarentenas más prolongadas en ciertas economías, y al fuerte golpe a la actividad productiva. Consecuentemente, el Fondo Monetario Internacional redujo su proyección de crecimiento de la economía mundial en 1,9 puntos porcentuales[1] con respecto a las previsiones presentadas en abril[2]. Se espera, con un elevado grado de incertidumbre, una recuperación a partir de 2021.

CRECIMIENTO	FUENTE	2017	2018	2019	2020	2021
			Real		Proyectado	
Economía mundial	FMI	3,87%	3,60%	2,90%	-4,90%	5,40%
Economías avanzadas	FMI	2,51%	2,20%	1,70%	-8,00%	4,80%
Economías emergentes	FMI	4,83%	4,50%	3,70%	-3,00%	5,90%
América Latina	FMI	1,30%	1,10%	0,10%	-9,40%	3,70%
	Banco Mundial	1,90%	1,70%	0,80%	-7,20%	2,80%
Ecuador	FMI	2,37%	1,29%	0,05%	-6,27%	3,86%
	Banco Mundial	2,40%	1,30%	0,10%	-7,40%	4,10%
	Banco Central del Ecuador	2,37%	1,29%	0,05%	-8,14%*	
Ecuador PIB Nominal (millones USD)	Banco Central del Ecuador	104.296	107.562	107.436	96.512	
Ecuador PIB Real (millones USD)	Banco Central del Ecuador	70.956	71.871	71.909	66.057	

*Las estimaciones del Banco Central del Ecuador contemplan tres posibles escenarios de decrecimiento en un rango de -7,29% a -9,59%. La estimación de -8,14% resulta de un escenario medio/moderado.

Tabla 3: Evolución y proyecciones de crecimiento.
Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Central del Ecuador. **Elaboración:** Global Ratings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas durante 2020[1], alcanzando probablemente la peor recesión económica de las últimas décadas. Según la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto del mundo[3]. Durante los últimos cinco años el desempeño económico de la región fue pobre, y se verá golpeado por el impacto

[1] Fondo Monetario Internacional. (2020, junio). *World Economic Outlook Update: A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery.* Washington D.C.
[2] Fondo Monetario Internacional. (2020, abril). World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown. Washington D.C.
[3] Comisión Económica Para América Latina y El Caribe. (2020, marzo). *Informe Especial Covid-19, América Latina y El Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales.*

significativo del virus sobre los sistemas de salud de la región, la disminución en la actividad de sus socios comerciales, la caída en los precios de los productos primarios, la interrupción en las cadenas de suministro, la menor demanda de turismo y el empeoramiento de las condiciones financieras globales.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities[4]. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión, y se acentuó para 2016 producto del terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva[5]. La economía ecuatoriana se recuperó a partir de 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 la economía se vio afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como por los disturbios sociales, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento[6]. Los datos del primer trimestre de 2020 reflejan una caída -2,4% en el PIB nacional, señal de que la economía presentaba problemas relacionados con el deterioro en los niveles de inversión, incluso antes de la llegada de la pandemia[4].

Actualmente, las previsiones de crecimiento de organismos multilaterales, así como del Banco Central del Ecuador, se han revisado significativamente a la baja, en función del fuerte brote de la pandemia a inicios de la emergencia, la caída en el precio del crudo, la complicada situación fiscal y las medidas de confinamiento adoptadas. Ecuador será la tercera economía con peor desempeño en el continente americano, precedida por Venezuela (-15,0%) y México (-10,5%)[1].

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO

La paralización económica a nivel mundial, el exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes generaron un desplome de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses del año, llegando incluso a cotizarse en valores negativos durante el mes de abril[7]. La reactivación de ciertas economías a nivel mundial y los recortes en la producción que redujeron los niveles internacionales de existencias impulsaron una recuperación en los precios del crudo a partir de mayo de 2020. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 40 por barril.

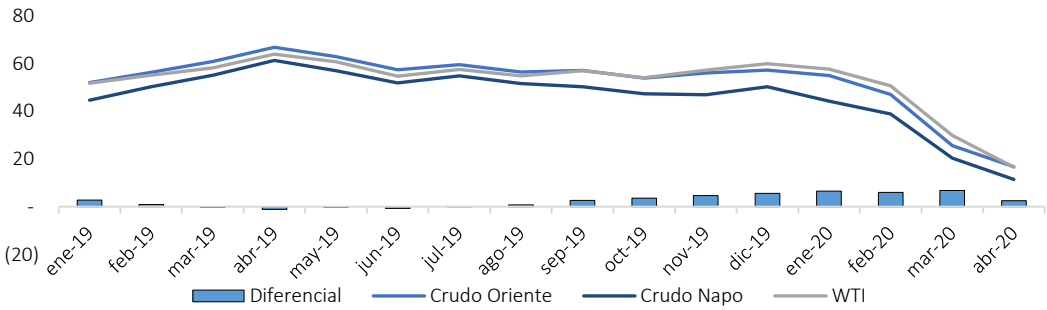

Gráfico 1: Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Para abril de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano se redujo en 36,42% con respecto al mes de marzo[8]. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano mantuvo una tendencia creciente a partir de agosto de 2019, pero se redujo para abril de 2020 en función de la caída drástica del precio en mercados internacionales[8]. La recuperación de los precios es fundamental para la venta local, considerando que el costo promedio de producción es de USD 23 por barril[9].

Las exportaciones petroleras entre enero y abril de 2020 cayeron en 44,7% frente al mismo periodo de 2019, producto del deterioro de los precios. Adicionalmente, en abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto

[4] Banco Central del Ecuador. (2020, junio). Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 111.
[5] Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2016). Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Ecuador.
[6] El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez.* https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html
[7] BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia.* https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339
[8] Banco Central del Ecuador. (2020, mayo). *Información Estadística Mensual No. 2019– Mayo 2020.*
[9] El universo. (2020, marzo). *Precio del petróleo ecuatoriano está por debajo del costo de producción. https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/19/nota/7787340/petroleo-crudo-ecuador-precio-produccion-crisis-economica*

Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional[10], obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de mayo, pero se suspendieron nuevamente a mediados de junio por medidas preventivas. Considerando que la proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones[11].

CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, en respuesta a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente[12], que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, pero en 2019, una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios (USD 724 millones por encima de la recaudación real[13]) y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, incrementó el monto del déficit fiscal.

Si bien la recaudación tributaria alcanzó un máximo al cierre de 2019, para los meses de enero a mayo de 2020 se contrajo debido al deterioro en los niveles de ventas, y al diferimiento en los pagos del impuesto a la renta. La paralización económica repercutirá en una menor recaudación en 2020, definida por la duración de las medidas restrictivas y su efecto sobre la capacidad productiva en el periodo de reactivación. El Ministerio de Finanzas estima una caída de USD 1.862 millones en los ingresos tributarios para 2020 que, junto con la caída en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una baja de USD 7.036 millones en los ingresos[14]. Se estima realizar un recorte en el presupuesto estatal para 2020 por USD 5.000 millones. No obstante, se prevé un déficit de más de USD 13.000 millones al término de este año[15].

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública en los últimos años, superando el límite máximo permitido por ley. En 2019 la deuda pública creció en función de la emisión de bonos en mercados internacionales y del financiamiento con multilaterales, del cual el país se ha vuelto altamente dependiente durante la emergencia actual. Para mayo de 2020, la deuda pública incrementó en USD 1.237 millones, y se concentró en acreedores externos.

En 2019, se firmó un acuerdo con el FMI por USD 4.200 millones, para apoyar los objetivos del Plan de Prosperidad (2018-2021). A cambio, el Estado se comprometió a reducir la necesidad de financiamiento y la relación entre la deuda y el PIB. Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales para compensar el deterioro en la oferta y demanda agregada depende de financiamiento externo. Con fecha 29 de abril de 2020, se canceló el acuerdo de Servicio Ampliado de Fondos (Extended Fund Facility) con el FMI, y se solicitaron recursos bajo la modalidad de Instrumento de Financiamiento Rápido (Rapid Financing Instrument). Actualmente, el país está negociando un nuevo programa de financiamiento con el FMI con base en un plan económico. Durante la última semana de marzo, el Ministerio de Finanzas pagó USD 326 millones de deuda externa con el fin de conseguir acuerdos con acreedores internacionales para aplazar el pago de USD 811 millones de intereses hasta agosto de 2020[16]. En julio de 2020 se llegó a un acuerdo tentativo con los tenedores de bonos, con el que se pretende reducir el stock de deuda en USD 1.500 millones, incrementar en 10 años el plazo con 5 años de gracia para el pago de capital, y disminuir la tasa de 9,3% a 5,2%. Asimismo, se gestionaron recursos de organismos multilaterales para afrontar la emergencia, que hasta junio de 2020 totalizaron cerca de USD 1.805 millones. Con el objetivo de recortar el gasto, en

[10] El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos. https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html*
[11] Primicias. (2020, abril). *El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios.* https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/
[12] El Universo. (2019, enero). *Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado.* https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado
[13] Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019.*
[14] El Universo. (2020, abril). *Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de $7000 millones de ingresos.* https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/15/nota/7814325/ministro-martinez-explica-que-ecuador-tendra-caida-7000-millones
[15] El Tiempo. (2020, mayo). *Ecuador arrastra déficit fiscal desde el año 2009.* https://www.eltiempo.com.ec/noticias/actualidad/10/ecuador-arrastra-deficit-fiscal-desde-el-ano-2009
[16] El Comercio. (2020, abril). Ministro de Finanzas aclaró que Ecuador no fue el único país en pagar la deuda externa en medio de la pandemia. https://www.elcomercio.com/actualidad/ministro-finanzas-ecuador-pago-deuda.html#cxrecs_s

mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios, atada al comportamiento de los precios internacionales.

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2019	-4.043,00	21,31%
Déficit fiscal (% PIB)	2019	-3,80%	-0,70%
Recaudación tributaria (millones USD)	2019	14.268,53	2,81%
Recaudación tributaria (millones USD)	enero - mayo 2020	5.561,87	-15,95%
Deuda pública (millones USD)	mayo 2020	58.418,30	4,85%
Deuda pública (% PIB)	mayo 2020	60,53%	9,48%
Deuda interna (millones USD)*	mayo 2020	16.853,38	1,30%
Deuda externa (millones USD)	mayo 2020	41.564,92	6,36%

Tabla 4: Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado.
Fuente: Ministerio de Finanzas; **Elaboración:** Global Ratings

PERCEPCIONES DE RIESGO SE DISPARAN

A partir de enero de 2020, el riesgo país de Ecuador presentó un comportamiento creciente, y se disparó tras el desplome en el precio del petróleo y el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria[17]. A la fecha del presente informe, el riesgo país cerró en 3.279 puntos, cifra que representa un incremento de 2.452 puntos en el transcurso de 2020. Ecuador mantiene el segundo índice más alto de América Latina, antecedido únicamente por Venezuela, cuyo riesgo país bordea los 29.000 puntos.

Moody's bajó la calificación crediticia del Ecuador de B3 a CAA1, y a CAA3 con perspectiva negativa en abril de 2020, mientras que Fitch redujo la calificación del país cuatro veces durante el último mes, de CCC el 20 de marzo, a CC el 24 de marzo, a C el 09 de abril y a RD el 20 de abril, tras la solicitud y aprobación del diferimiento del pago de intereses, que constituye un mecanismo de intercambio de deuda insolvente[18].

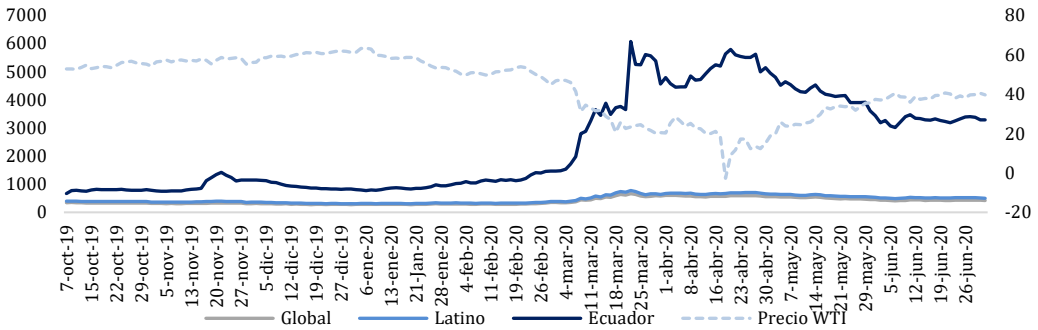

Gráfico 2: Evolución Riesgo País (EMBI).
Fuente: JPMorgan – BCRD; **Elaboración:** Global Ratings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región. Durante 2019, esta se contrajo en 34% y para el primer trimestre de 2020 se mantuvo estable con respecto al primer trimestre de 2019, con una disminución marginal de 3,39%. El 42,1% de la inversión extranjera directa se concentró en la explotación de minas y canteras (27% para el primer trimestre de 2020), mientras que los sectores de manufactura, agricultura, transporte y servicios concentraron el 11,4%, 10,4%, 10,5% y 9,8% de la inversión, respectivamente. Durante 2019, la inversión proveniente de la Comunidad Andina se contrajo en 68% con respecto a 2018 y totalizó USD 31,11 millones, la inversión de Estados Unidos se redujo en USD 19,34 millones (-20%) y los capitales europeos que ingresaron al país durante 2019 sumaron USD 369 millones, con una disminución de 23% con respecto a 2018[19].

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	2016	2017	2018	2019	2020.I

[17] El Comercio. (2020, marzo): *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda.* https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html
[18] Fitch Ratings. (2020, abril). Fitch Downgrades Ecuador to 'RD'. https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ecuador-to-rd-20-04-2020
[19] Banco Central del Ecuador. (junio 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 71.*

Monto (millones USD)	756,14	624,56	1.455,97	937,62	202,50
% del PIB	1%	1%	1%	1%	1%

Tabla 5: Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Bajo las condiciones actuales, con un riesgo país por encima de los niveles de la región, el país tiene gran dificultad para acceder a los mercados internacionales y atraer inversión, por el alto costo que representaría.

PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN

La Organización Mundial del Trabajo prevé una pérdida de 195 millones de empleos a nivel mundial a causa de las medidas de confinamiento que deterioran el capital empresarial. La informalidad en América Latina y el Caribe es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo en la región y el 47% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas, por lo que se estima un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza[3].

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%

Tabla 6: Indicadores laborales Ecuador.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC); **Elaboración:** GlobalRatings

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro al cierre de 2019, con un incremento en el nivel de desempleo, una disminución en la tasa de empleo adecuado, un mayor porcentaje de subempleo y empleo no remunerado, y una tasa estable de empleo no pleno[20]. Estos últimos grupos corresponden a los trabajadores informales, por lo cual es previsible un deterioro en la calidad de vida de la población. Entre enero y mayo de 2020, las solicitudes del beneficio de desempleo al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social incrementaron en 18,3% frente al mismo periodo de 2019 y hasta junio de 2020 más de 245.000 personas fueron desvinculadas de la seguridad social[21]. Según cálculos oficiales, aproximadamente 508.000 personas podrían entrar en el desempleo durante 2020 y otras 233.000 entrarán en la informalidad.

Se estima que las condiciones económicas actuales ejercerán una presión a la baja sobre los niveles de inflación, debido a la caída en la demanda agregada y en los precios del petróleo[1]. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio mundial, en 6,20% para 2020 y en 5,90% para 2021[2], impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina.

INFLACIÓN	2017	2018	2019	MAYO 2019	MAYO 2020
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	0,00%	-0,26%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,37%	0,75%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,19%	1,01%

Tabla 7: Evolución de tasas de inflación en Ecuador.
Fuente: INEC; **Elaboración:** GlobalRatings

El incremento en la la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2019 refleja el deterioro en el empleo adecuado, que resulta en una menor demanda de bienes y servicios. La interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios en los primeros meses de la cuarentena, principalmente de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud[22]. La reactivación económica gradual en ciertos lugares del país impulsó a la baja los niveles de inflación para el mes de mayo. El FMI prevé una inflación de 0,13% para el Ecuador en 2020, que incrementará a 2,26% en 2021[2]. Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021[23].

LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

[20] Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2019, diciembre). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo.*
[21] Primicias. (2020, junio). *Crece la presión: IESS busca fondos para pagar el seguro de desempleo.* https://www.primicias.ec/noticias/economia/iess-posible-presion-financiera-seguro-desempleo/
[22] Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, mayo). *Índice de Precios al Consumidor, Mayo 2020.*

La creciente aversión al riesgo y la demanda de activos líquidos durante los primeros meses de 2020, desplomaron los principales índices bursátiles a niveles similares a los de la crisis financiera de 2009 y causaron una salida masiva de capitales en la región de América Latina[23]. Las perspectivas favorables en cuanto a la evolución del coronavirus en ciertos países desarrollados y las políticas de reactivación económica impulsaron la mejora en los índices accionarios a partir del mes de abril, alcanzando en el segundo trimestre del año el mejor desempeño desde 1998. Los efectos de la crisis y de las políticas monetarias expansivas también se evidencian en la volatilidad de las monedas, con una depreciación de aquellas pertenecientes a economías emergentes, y una apreciación real del dólar estadounidense, el yen y el euro[23].

MERCADOS FINANCIEROS	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	abril 2020	26.667	1,32%	7,17%
Especies monetarias en circulación	abril 2020	17.800	3,87%	12,69%
Depósitos a la vista	abril 2020	8.787	-3,48%	-2,45%
Liquidez total (M2)	abril 2020	58.415	0,90%	8,15%
Captaciones a plazo del sistema financiero	abril 2020	31.749	0,54%	9,00%
Colocaciones del sistema financiero	abril 2020	44.365	-0,85%	7,95%
Reservas internacionales	mayo 2020	3.402	18,93%	-16,69%
Reservas bancarias	mayo 2020	5.634	4,77%	20,98%
TASAS REFERENCIALES	**PERIODO DE INFORMACIÓN**	**TASA (%)**	**VARIACIÓN MENSUAL**	**VARIACIÓN INTERANUAL**
Tasa activa referencial	julio 2020	9,12%	0,02%	0,86%
Tasa pasiva referencial	julio 2020	6,24%	0,26%	0,31%
Diferencial de tasas de interés	julio 2020	2,88%	-0,24%	0,55%

Tabla 8: Evolución de indicadores financieros en Ecuador (última fecha de información disponible).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantiene sólida a pesar de la paralización económica a raíz de la crisis sanitaria. Si bien en el mes de marzo se evidenció una contracción asociada a la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, para abril se evidenció una recuperación en los niveles de liquidez y un cambio en la estructura que demuestra una mayor preferencia hacia la liquidez inmediata.

Las captaciones a plazo del sistema financiero nacional incrementaron sostenidamente durante el último año, lo que permitió a las entidades financieras hacer frente al shock económico relacionado con la paralización de actividades. Si bien las captaciones se redujeron en el mes de marzo, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, a partir de abril se evidenció una recuperación, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Los depósitos a plazo fijo disminuyeron en 1,51% entre los meses de marzo y abril, mientras que los depósitos de ahorro incrementaron en 4,12%, evidenciando una mayor preferencia por liquidez, lo que impulsó al alza la tasa pasiva referencial a partir del mes de abril, con el objetivo de atraer un mayor monto de depósitos. A pesar de los diversos programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero nacional se redujeron a partir del mes de marzo. El 23 de marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrán cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia. Asimismo, el 03 de abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir pagos a tenedores de instrumentos de renta fija con vencimientos en los próximos 120 días.

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. El monto de reservas internacionales en mayo de 2020 cubrió en 59,54% a los pasivos monetarios de la entidad y en 60,38% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central[8].

[23] Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects.* Washington D.C.

SECTOR EXTERNO

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit en función de un incremento en las exportaciones no petroleras, que representaron el 61% de las exportaciones totales, asociadas a productos tradicionales, fundamentalmente camarón, así como de menores importaciones, principalmente no petroleras, señal de una mejora productiva a nivel nacional. Los primeros meses de 2020 se caracterizaron por una importante demanda de productos ecuatorianos en mercados internacionales, principalmente asiáticos, lo que impulsó al alza las exportaciones no petroleras. No obstante, la crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y generó problemas en la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador. Solamente en el mes de abril, las exportaciones no petroleras, que representaron cerca del 75% del total, se redujeron en 9% con respecto a abril de 2019, con menores envíos de camarón, banano, cacao y atún, entre otros productos. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales también disminuyeron el nivel de importaciones durante el periodo de confinamiento, por lo cual se registró un superávit comercial hasta abril de 2020.

BALANZA COMERCIAL	2017	2018	2019	ENE-ABR 2019	ENE-ABR 2020
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	7.234	6.423
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	2.872	1.587
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	4.362	4.835
Importaciones	19.033	22.106	21.509	7.191	5.820
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	1.426	1.099
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	5.765	4.721
Balanza comercial	59	-478	820	43	603
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	1.446	488
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	-1.403	115

Tabla 9: Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

SECTOR MANUFACTURA

El sector manufacturero es uno de los principales motores de una economía, ya que se elaboran productos con mayor valor agregado, mayor diferenciación, y menor volatilidad en los precios. La industria de la manufactura depende directamente de la demanda interna y externa, así como del acceso a materias primas y bienes de capital necesarios para la producción, por lo cual es un componente central para el funcionamiento de la economía. Asimismo, el sector manufacturero constituye una de las principales fuentes de empleo de una economía. Por esta razón, la tasa de crecimiento de la economía ecuatoriana se encuentra atada al crecimiento de sectores estratégicos como el manufacturero, por lo que un incremento en dicho sector genera un aumento en la productividad nacional. Con la introducción de nuevas y mejores tecnologías, el sector manufacturero afrontó un desarrollo significativo durante los últimos años, y presenta un amplio potencial de crecimiento considerando las oportunidades de diversificación e innovación. En el contexto actual, caracterizado por la paralización de las actividades económicas, el sector manufacturero se ha visto afectado por interrupciones en las cadenas de suministros y deterioro en el desempeño financiero. En este sentido, las empresas del sector deberán adaptar sus operaciones a nuevas modalidades de producción para explotar oportunidades generadas a raíz de la crisis.

El sector manufacturero en el Ecuador afrontó un desarrollo importante durante las últimas décadas. A partir del año 2000, el sector mantuvo un crecimiento sostenido, siendo en varios años superior al del crecimiento del PIB Nacional. Para el año 2009, el sector decreció debido a la ralentización de la economía mundial. La tendencia negativa se revirtió enseguida, alcanzando un crecimiento promedio de 4,82% entre 2010 y 2014. No obstante, para 2015 el sector manufacturero afrontó una caída que se profundizó en 2016, como consecuencia de la imposición de salvaguardas a las importaciones, que, por un lado, restringieron el acceso

a insumos productivos, y, por otro, limitaron la demanda de ciertos productos al encarecer los costos de producción y, por ende, los precios. El sector presentó una recuperación a partir de 2017 y alcanzó un crecimiento de 1,50% al cierre de 2019[24], evidenciando un mejor desempeño que el promedio de la economía.

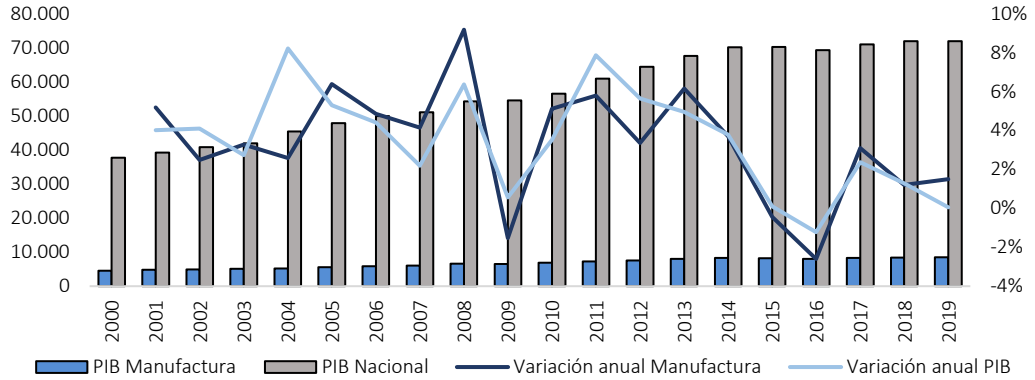

Gráfico 3: Evolución PIB Real (millones USD) y variación anual (%).
Fuente: BCE; **Elaboración:** Global Ratings

Durante el último año, el sector presentó señales de estabilidad. El PIB real para el sector manufacturero presentó una tendencia creciente en los primeros tres trimestres del 2019. El tercer trimestre del 2019 fue el más alto de los últimos 5 años, lo cual muestra una continua recuperación del sector. Las industrias manufactureras con mayor dinamismo fueron las de procesamiento y conservación de pescado (9,0%), procesamiento y conservación de camarón (7,2%), elaboración de cacao, chocolate y productos de la confitería (6,6%), y fabricación de sustancias y productos químicos (6,4%)[25]. Cabe resaltar que el sector manufacturero fue uno de los más afectados con el paro nacional en octubre de 2019, con pérdidas que alcanzaron los USD 1.080 millones en comparación con 2018. Por este motivo, para el cuarto trimestre de 2019 el PIB del sector presentó una caída trimestral de 1,64%, totalizando los USD 3.462 millones (USD 2.106 millones en términos constantes). Para el primer trimestre de 2020 la actividad manufacturera se mantuvo estable con respecto al primer trimestre de 2019; el dinamismo evidenciado en el sector durante el último año se vio parcialmente contrarrestado por la paralización de ciertas actividades económicas a causa de la emergencia sanitaria, lo que redujo el crecimiento del sector.

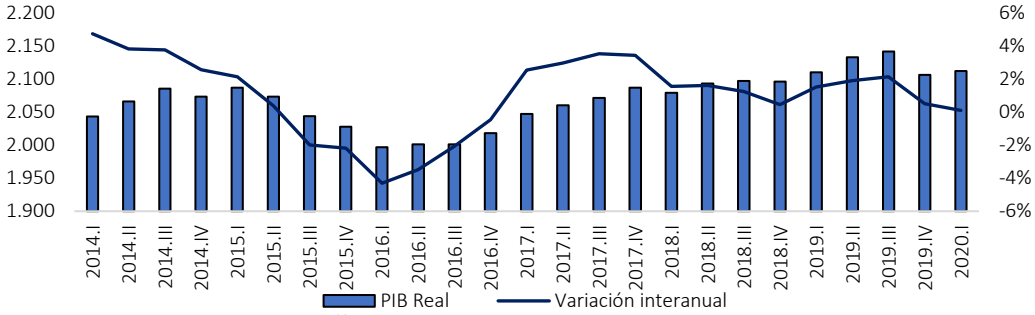

Gráfico 4: Evolución PIB Real Trimestral (millones USD)
Fuente: BCE; **Elaboración:** Global Ratings

Históricamente, el sector manufacturero ha sido el principal componente del PIB nacional, con excepción de los años 2004 a 2006, en que el sector petrolero ganó una mayor participación debido a la puesta en marcha del Oleoducto de Crudos Pesados que incrementó la capacidad petrolera del país. Al cierre de 2019 el sector manufacturero representó el 13,29% del PIB nacional, porcentaje que ascendió a 13,67% durante el primer trimestre de 2020. Durante los últimos años la industria manufacturera representó el 20% de las ventas a nivel nacional. A partir del último trimestre de 2019 se evidenció una baja en los niveles de ventas del sector que se mantuvo para enero 2020. [26] Se estima que la paralización económica generada por las medidas adoptadas para prevenir la expansión del coronavirus en el país generará una caída en las ventas del sector de aproximadamente USD 7.112 millones[27].

[24] Banco Central del Ecuador. (2020, junio). *Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador Boletín No. 111; 2000.I – 2020.I.*
[25] BCE Boletín de Prensa 1339 (Enero, 02)
[26] Primicias (2020). Los sectores económicos que más y los que menos vendieron en 2019. https://www.primicias.ec/noticias/economia/ventas-economia-malos-resultados-ecuador/
[27] Primicias. (2020, abril). *El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios.* https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/

El dinamismo del sector manufacturero de los últimos años y el impacto de la paralización de actividades a causa de la emergencia sanitaria se ven reflejados en las métricas de actividad y producción. Por un lado, el **Índice de Nivel de Actividad Registrada** de las industrias manufactureras alcanzó los 69,11 puntos para abril de 2020, con una caída anual de 31,82% y una disminución mensual de 14,99%[28]. Por su parte, **el Índice de Producción de la Industria Manufacturera** para abril de 2020 alcanzó un valor de 19,95 puntos, cifra que constituye una caída de 26,50% frente a abril de 2019 y de 16,39% con respecto a marzo de 2020. A partir de la tercera semana de marzo gran parte de las industrias manufactureras detuvieron por completo sus actividades, afectando directamente al desempeño y actividad del sector.

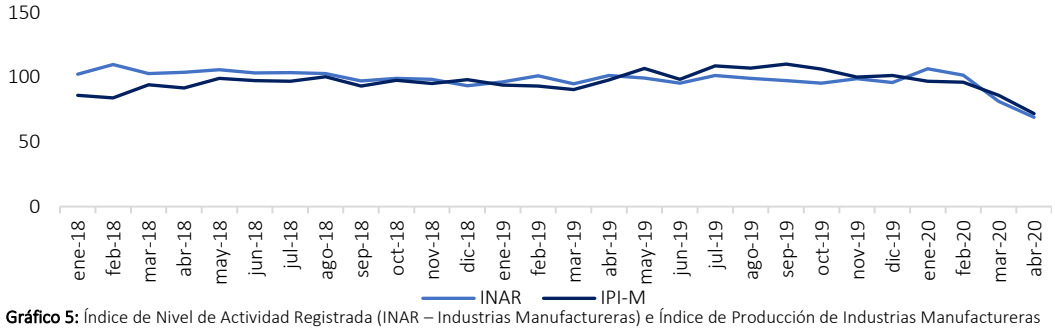

Gráfico 5: Índice de Nivel de Actividad Registrada (INAR – Industrias Manufactureras) e Índice de Producción de Industrias Manufactureras
Fuente: BCE; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto a las condiciones laborales, las actividades de manufactura constituyen uno de los principales generadores de empleo a nivel nacional. Para diciembre de 2019 el sector manufacturero empleó al 10,3% de la población ocupada en el país, convirtiéndolo en el tercer generador de empleo en el país, antecedido por las actividades de agricultura y de comercio. Durante el último año, el porcentaje de población empleada en actividades de manufactura disminuyó, debido principalmente a una mayor eficiencia en los procesos productivos dada la implementación de herramientas tecnológicas. De acuerdo con estimaciones de la Cámara de Industrias, la paralización económica por la emergencia sanitaria podría generar la pérdida de aproximadamente 135 mil empleos en el sector.

El **Índice de Puestos de Trabajo** de las industrias manufactureras para abril de 2020 se ubicó en 85,95 puntos, con una caída de -5,58% frente a abril de 2019 y de -1,14% frente marzo de 2020. Esto muestra que en el último año el sector ha disminuido la cantidad de personas que emplea[29], en función de las condiciones de actividad y eficiencia. El **Índice de Horas Trabajadas** en las industrias manufactureras alcanzó los 70,51 puntos para abril de 2020, cifra que representa una caída anual de -20,78% y una contracción mensual de -12,16%, lo cual va de la mano de la menor operación y producción del sector. Finalmente, el **Índice de Remuneraciones** del personal ocupado en las industrias manufactureras alcanzó los 142,37 puntos en abril de 2020, cifra que representa un incremento de 26,11% con respecto a marzo de 2019 y de 18,76% frente a abril de 2020, lo cual resalta la mejora en las condiciones laborales a pesar de la realidad de mercado actual.

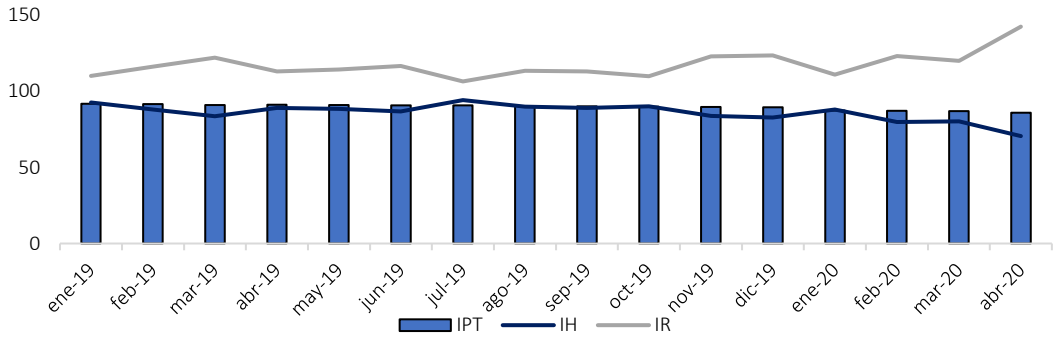

Gráfico 6: índice de puestos de trabajo, Índice de horas trabajadas e Índice de remuneraciones.
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al financiamiento del sector, durante el primer trimestre de 2020, 10% de las empresas que operaron en actividades de manufactura demandaron nuevos créditos al sistema financiero. Del total de empresas grandes con actividades en la industria manufacturera, 17% demandaron crédito durante el primer trimestre de 2020, en comparación con el 5% de las pequeñas y medianas empresas y el 3% de las

[28] INEC. (2020, abril). *INA-R. http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/*
[29] INEC. (2019, enero). *IPT-IH-IR.* http://www.ecuadorencifras.gob.ec/puestos-de-trabajo-horas-trabajadas-y-remuneraciones/

microempresas. Estos nuevos créditos se destinaron en un 75% a capital de trabajo, en 12% a inversión y adquisición de activos, en 9% para reestructuración y pago de deudas, y el 3% restante a operaciones de comercio exterior. De las empresas de las industrias manufactureras que no demandaron crédito durante el primer trimestre de 2020, el 33% no lo hizo porque la empresa se financia con fondos propios, el 30% debido a que no existió necesidad de financiamiento, el 20% porque la empresa ya posee un crédito vigente, el 7% debido al entorno económico nacional, el 5% porque la actual situación del negocio no le permite solicitar un crédito, y el 5% restante por otros motivos.

Para el final de 2019 el total de créditos otorgados dentro de la industria manufacturera fue de USD 4.307 millones, monto que representa el 15,82% del total de créditos otorgados en todo el sector productivo del país (USD 27.228 millones). Esta cifra representa un aumento de USD 250 mil en el monto de crédito otorgado al sector, en comparación con 2018. Sin embargo, en términos porcentuales, desde el año 2016 existió una tendencia negativa en la proporción de crédito frente al total otorgado al sector productivo. Entre enero y abril de 2020 el crédito otorgado al sector manufacturero fue de USD 1.084 millones, monto que representa el 14,9% del crédito total otorgado por el sistema financiero y que representa una caída de 26,8% frente al mismo periodo de 2019.

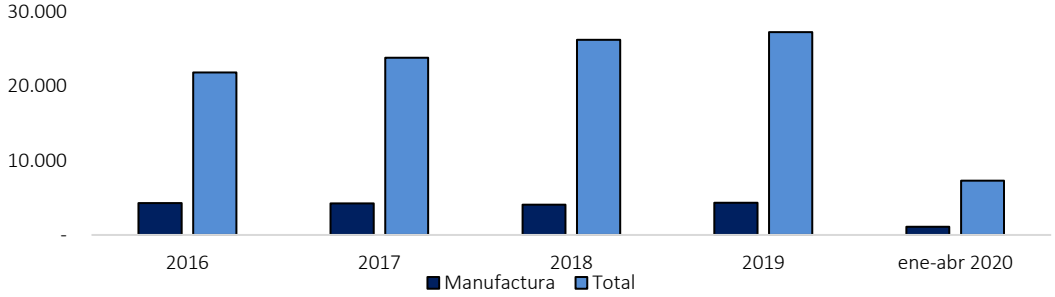

Gráfico 7: Volumen de crédito (millones USD)
Fuente: SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

En general, las barreras de entrada a la industria manufacturera son moderadas, considerando las necesidades de capital para adquirir maquinaria y materia prima que permitan desarrollar los productos elaborados, a un nivel competitivo en comparación con los demás participantes del mercado. Adicionalmente, los grandes participantes en las actividades de manufactura disfrutan de economías de escala, así como mejores tecnologías y procesos más desarrollados, que les permiten producir en mayor cantidad y a costos más bajos. No obstante, existe un amplio potencial de diferenciación en las diversas actividades de manufactura, lo cual presenta una oportunidad para nuevos participantes en la industria. Las regulaciones y normativa gubernamental también constituyen una barrera de entrada, debido a que existen requerimientos y procedimientos específicos que se exigen a las empresas dentro del sector manufacturero.

La industria manufacturera depende en gran medida del acceso a materia prima y a bienes de capital para la producción, por lo cual las relaciones con los proveedores son fundamentales. Por un lado, la oferta de materia prima es altamente inelástica, debido a la característica perecible de los productos. Por lo tanto, su capacidad de negociación con respecto a precios es baja, por lo cual las empresas manufactureras tienen relativamente alto control con respecto a los precios que pagan a sus proveedores. Por lo contrario, los bienes de capital provienen, en su mayoría, del extranjero, por lo cual las empresas de manufactura dependen altamente de las condiciones de compra y venta en mercados internacionales. Por otro lado, debido a la cantidad de oferta de productos diversificados en la industria de manufactura, los compradores tienen un alto poder de negociación, por lo cual las empresas productoras deben buscar ajustarse a las condiciones de los clientes.

En cuanto a la competencia, de acuerdo con el último Directorio de Empresas del INEC, existen alrededor de 75.365 empresas que operan en 23 distintas actividades de manufactura. De estas, el 90,69% son microempresas, 6,73% fueron empresas pequeñas, y el resto se dividen entre empresas grandes y medianas[30]. De acuerdo con el último Censo Nacional Económico, las empresas de manufactura se concentran en la región de la Sierra, y se ubican principalmente en la provincia de Pichincha, con aproximadamente 19.936 empresas. Es importante mencionar que las empresas más grandes de la industria manufacturera controlan gran parte de la producción y ventas del mercado. No obstante, se debe considerar

[30] INEC. (2017). *Directorio de Empresas 2017.* http://www.ecuadorencifras.gob.ec/directoriodeempresas/

que, debido a la naturaleza de las actividades, el grado de competencia difiere en cada una de las empresas específicas.

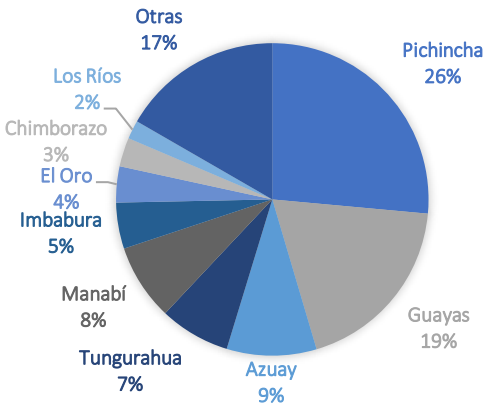

Gráfico 8: Número de empresas en la industria manufacturera por provincia.
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene un posicionamiento adecuado dentro del segmento de mercado en el que opera.

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Cuarta Emisión de Obligaciones de UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. como empresa dedicada a la producción, distribución, comercialización, importación y exportación de productos de confitería, galletería, chocolatería y snacks; a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.

Gráfico 9: Historia de la compañía
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Después de que la compañía fue declarada en quiebra en el año 2002, UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. fue constituida mediante escritura pública otorgada ante el Notario Vigésimo Sexto del cantón Guayaquil el 22 de septiembre de 2005 e inscrita en el Registro Mercantil el 30 de septiembre de 2005 en Guayaquil.

El objeto social de la compañía es principalmente dedicarse a la fabricación, distribución, comercialización, importación, exportación, maquila, representación de productos alimenticios, de productos de café, té,

cacao, azúcar, sucedáneos, harinas, galletería en general de productos wafer en todas sus variedades, productos en polvo, preparaciones de cacao, entre otras atribuciones mencionadas en sus estatutos.

La misión de la compañía consiste en: "crear momento de placer y de diversión, a través de productos confiables y cercanos a sus consumidores". La visión consiste en: "ser una empresa de alimentos con presencia nacional e internacional destacada por su innovación, preocupados por la salud de los consumidores gracias a la tecnología de punta y al talento humano altamente calificado. Generar valor para los accionistas, colaboradores y clientes con responsabilidad social y ambiental".

A la fecha del presente informe, el capital suscrito de la compañía fue de USD 55.376.457. Los principales accionistas de la compañía son:

ACCIONISTAS	NACIONALIDAD	CAPITAL	PARTICIPACIÓN
UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.			
Bia Snacks Investments S.L.	España	30.555.291	55,18%
Schokoholdings S.A.	Ecuador	24.821.165	44,82%
Latam Food Investments S.A.	Guatemala	1	0,00%
Total	**-**	**55.376.457**	**100,00%**
BIA SNACKS INVESTMENTS S.L.			
Figardul Corporation S.A.	Uruguay	-	100,00%
Total	**-**	**-**	**100,00%**
SCHOKOHOLDINGS S.A.			
Bia Snacks Investments S.L.	España	28.277.979	100,00%
Latam Food Investments S.A.	Guatemala	1	0,00%
Total	**-**	**28.277.980**	**100,00%**
LATAM FOOD INVESTMENTS S.A.			
Figardul Corporation S.A.	Uruguay	-	-
Bia Snacks Investments S.L.	Guatemala	-	-

Tabla 10: Estructura accionarial hasta la persona natural.
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En cuanto a las personas naturales accionistas en última instancia de las compañías, al ser empresas multinacionales con presencia internacional en varios países de la región, cuentan con varios accionistas tanto en el Ecuador como en el extranjero.

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Las personas naturales que en definitiva conforman la compañía se muestran con amplia trayectoria empresarial, evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueñas.

COMPAÑÍA	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	ESTADO
Umbra Ecuador Umbraec S.A.	Bia Snacks Investments S.L.	Accionariado	Activa
Umbra Ecuador Umbraec S.A.	Latam Food Investments S.A.	Accionariado	Activa

Tabla 11: Compañías relacionadas por administración y/o accionariado
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

Adicionalmente, la compañía cuenta como compañías relacionadas del grupo a las siguientes compañías domiciliadas en el extranjero.

COMPAÑÍA	VINCULADO
Cía. De Jarabes y Bebidas Gaseosas La Mariposa S.A.	Bia Snacks Investments S.L.
Chocolates Best de Guatemala	Bia Snacks Investments S.L.
Global Mobility Apex S.A.	Bia Snacks Investments S.L.
CBC Intl. S.A.	Bia Snacks Investments S.L.

Tabla 12: Compañías relacionadas por accionariado del extranjero
Fuente: SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. a la fecha del presente informe cuenta con la siguiente participación de capital en otras compañías:

COMPAÑÍA	MONTO
Ecoelectric S.A.	1,00
Hidroabanico S.A.	10,00

Tabla 13: Aporte de capital en compañías (USD);
Fuente: SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

El gobierno de la compañía está a cargo de la Junta General de Accionistas, la misma que constituye su órgano supremo. La administración de la compañía está a cargo del Presidente Ejecutivo, Presidente y de los Gerentes, cuando éstos últimos se nombraren. La representación legal, judicial y extrajudicial la ejercerá de manera individual el Presidente con los deberes, atribuciones y limitaciones que establece el estatuto social.

En cuanto al Gobierno Corporativo de la compañía, éste se maneja a nivel de grupo y está definido bajo cuatro pilares fundamentales que garantizan y establecen los lineamientos para la asignación de responsabilidad dentro de la organización, estos cuatro pilares son: la Junta Directiva, los comités ejecutivos y las políticas globales.

- **Junta Directiva:** Se compone de 9 miembros para garantizar la independencia: 3 representantes del holding, 4 nombrados por los accionistas principales y 2 miembros independientes.
- **Comités Ejecutivos:** La Junta Directiva delega responsabilidad y autoridad en los comités ejecutivos que se componen por dicha Junta y por asesores independientes. Los comités que se llevan a cabo son: (a) de riesgos, finanzas y auditoría; (b) de compensaciones y (c) de M&A para dar seguimiento a los procesos de adquisiciones e inversión.
- **Políticas Globales:** Se establecieron 10 políticas globales de observancia general para los colaboradores de la compañía que son: (1) Buen Gobierno Corporativo, (2) delegación de autoridad, (3) cumplimiento, (4) antifraude y corrupción, (5) gestión de riesgos, (6) continuidad de negocio, (7) seguridad de la información, (8) calidad e inocuidad, (9) salud y seguridad ocupacional y (10) ambiental.
- **Estructura Organizacional:** se la define a través de la Junta Directiva por medio del corporativo que supervisa las operaciones locales.

A mayo de 2020, el Emisor contaba con un total de 361 empleados repartidos entre Guayaquil con un 51% del personal y Riobamba con el 48% restante. Asimismo mantuvo un total de 17 empleados con capacidades especiales, que representan al 5% del total de empleados. La compañía contrata a sus empleados bajo contrato indefinido cumpliendo todas las disposiciones de ley. La compañía no cuenta con sindicatos ni comités de empresa.

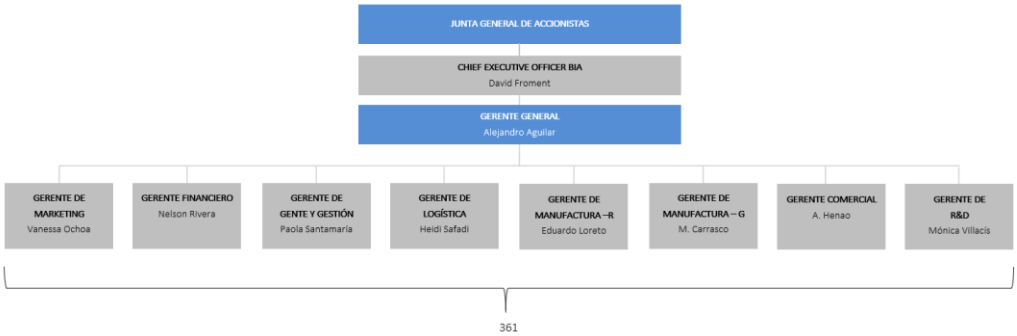

Gráfico 10: Organigrama
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

La compañía utiliza diversos sistemas informáticos para el desarrollo correcto de sus operaciones enfocándose en seguridad de la información y eficiencia. El principal sistema utilizado en sus distintos procesos es SAP R/3 – versión ECC 6.7. Dicho sistema informático cuenta con diversos módulos que varían en función de la actividad realizada como: presupuestos, costos, inversiones, finanzas, ventas, logística, entre otras. Igualmente cuenta con diferentes aplicativos como:

- ARIBA
- SUCCESS FACTOR
- BC-TDMS

- BI-BW
- BO-LUMIRA
- GRC
- SCM
- APO

Cabe mencionar que cuenta con una política de respaldos de la información de SAP, donde se realizan respaldos diarios para: online full backup, respaldo a nivel operativo y archive logs. Asimismo tiene un sistema de respaldos instantáneos, en casos de caída del servidor principal donde se activa uno secundario en un tiempo menor a 10 minutos y se enfoca en la replicación del sitio principal a través de Oracle Data Guard.

La compañía cuenta con un departamento de Control Interno que se encarga de realizar revisiones, pruebas y evaluaciones de la gestión de riesgos de todo el proceso de negocios, que se alinea a las metodologías establecidas por la administración con la finalidad de evaluar el ambiente de control y proponer mejoras a los procesos de gestión de riesgos, control y gobierno. Este departamento cuenta con las siguientes finalidades específicas:

- Coordinar la evaluación anual de gestión de riesgos de los procesos operativos para identificar oportunidades de mejora.
- Proponer y ejecutar el plan de control interno de la operación y coordinarlo con las diferentes áreas.
- Supervisar la ejecución y avance de las actividades del equipo de auditores para asegurar el cumplimiento de los plazos definidos.
- Asesorar al equipo de trabajo en el control de los procesos para mejorarlo continuamente.
- Dar seguimiento a las tendencias y mejores prácticas globales de procesos de gestión de riesgos.
- Proponer ajustes a los sistemas y procesos actuales.
- Coordinar y supervisar continuamente el cumplimiento de las normas establecidas.
- Dar seguimiento a la implementación de planes de acción para las áreas involucradas en el proceso productivo.
- Supervisar y reportar las mejores en el uso de recursos.

Todas las actividades empresariales son basadas en el principio de integridad y actúan con honestidad y transparencia. Adicionalmente, el Emisor cuenta con diversas normas éticas detalladas en el Código de Ética que a rasgos generales se enfocan en: integridad, normas de conducta, inclusión, no discriminación, igualdad, políticas contra acoso, respeto de la ley, política anticorrupción, entre otras detalladas en el código.

Como política de Responsabilidad Social, en el año 2018 con la nueva administración, UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. estableció líneas y parámetros de trabajo alineados a los siguientes Objetivos de Desarrollo Sostenible:

- No. 2: Hambre cero.
- No. 4: Educación de Calidad.
- No. 6: Agua limpia y saneamiento.
- No. 12: Producción y consumo responsable.

De igual manera, la compañía cuenta con un principio de precaución enfocado en la seguridad del medio ambiente, el que va alineado con los requisitos legales definidos por el Ministerio de Medio Ambiente y del Dirección de Medio Ambiente del Municipio de Guayaquil. Cada año se evalúa la gestión ambiental por auditoras externas donde se revisa el Plan de Manejo Ambiental implementado en cada año y su cumplimiento, de manera que garantizan y mantiene la Licencia Ambiental de dichas entidades.

Adicionalmente, la compañía cuenta con una planta de tratamiento de agua donde se purifica el agua que se utiliza en el proceso productivo. Cada mes se realizan análisis del agua tratada por medio de un laboratorio externo acreditado que garantiza el correcto funcionamiento del sistema y de la planta de tratamiento. La compañía cuenta con las siguientes certificaciones donde demuestra la excelente calidad de su proceso de producción:

- **Certificación BASC** debido a su política integrada de gestión en cuanto a cumplimiento de los controles y criterios de seguridad en todo su proceso productivo y exportación.
- Cuenta con **Sellos de Calidad INEN** para todas las líneas de productos.
- Cuenta con una **Licencia Ambiental** de Municipio de Guayaquil.
- Obtuvo el **Premio XPORT 2014** como la empresa de mayor crecimiento en sus exportaciones.
- Obtuvo el **Premio de Ecoeficiencia** del Municipio de Guayaquil en el año 2014 al ser una de las cinco empresas con mayor ecoeficiencia en sus procesos.
- Participó en la **Feria Yummex** en Dubai donde se reúnen los principales fabricantes de dulces y snacks del mundo.

El Emisor cuenta con una política de seguridad de las personas que se enfoca en la seguridad de sus colaboradores, clientes y proveedores desarrollando un programa integral de seguridad que abarca Normativas y Procedimientos para mitigar la exposición a riesgos de éstos. UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. cuenta con diversas certificaciones y reconocimientos a lo largo de sus más de cien años de trayectoria en el mercado nacional. Cabe recalcar el reconocimiento obtenido en el año 2015 donde ganó la Quinta Edición del Premio Export, organizado por la Federación Ecuatoriana de Exportadores Fedexport, donde se reconoció el aporte de la compañía para el desarrollo del país a través de sus exportaciones con el afán de internacionalizarse. Adicionalmente, a principios del año 2019 la compañía recibió un reconocimiento de la Cámara de Industrias de Guayaquil por la larga trayectoria de 130 años en el mercado ecuatoriano, generando centenares de puestos de trabajo y contribuyendo con el desarrollo económico del país.

Con todo lo expuesto en este acápite, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han ajustado al desarrollo integral de todas las divisiones de la compañía.

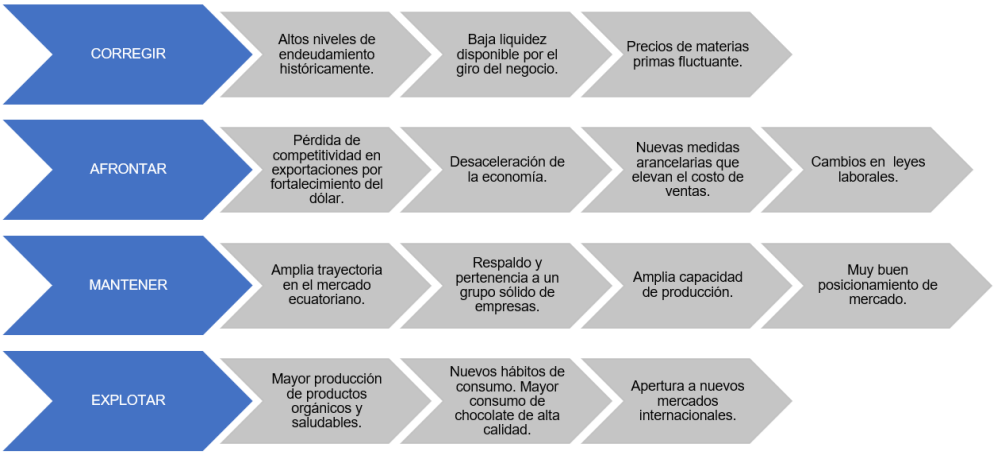

Gráfico 11: Planificación estratégica
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

La empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el sistema de seguridad social, con el Servicio de Rentas Internas y un certificado del buró de crédito, evidenciando que la compañía se encuentra al día con las instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

NEGOCIO

La principal actividad de la compañía es dedicarse a la manufactura, distribución, comercialización, importación, exportación y representación de marcas de productos de la industria confitera, chocolatera, galletera y de snacks en el Ecuador. UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. comercializa sus productos a través de la marca La Universal, marca que cuenta con un muy buen posicionamiento en el mercado ecuatoriano con sus 130 años de trayectoria al ser la pionera en el mercado de confitería en el país.

El Emisor cuenta con cuatro líneas de productos principales que son:

- **Confitería**: donde sus principales productos son surtidos, leche miel, tamarindo, mentas, tofes, chupetes, paletas, entre otros.
- **Chocolatería**: donde sus principales productos son croquetas, bombones, choco balines, monedas, rinlets, huevitos, barras de chocolate, waffer, tabletas, cremas, entre otros.
- **Galletería**: donde lo principales productos son animalías, coconitos, María, Vainilla, waffer crocantes, cocoa, sal, salté, entre otras.
- **Semielaborados**

Estas líneas de productos se comercializan a través de diversas marcas que utiliza la compañía, las principales marcas son:

- La Universal.
- Manicho.
- Huevitos.
- Cocoa.
- Menta Glacial.
- Osito.
- Strike.
- Chocolate Superior.
- Galletas María.
- Salté.

La compañía comercializa sus productos en el exterior a través de exportación directa a sus clientes internacionales. Los países en donde exportan sus productos son los siguientes: España, Estados Unidos, Colombia, Venezuela, Guatemala, Bolivia, Nicaragua y Panamá. A futuro, el Emisor planea expandir su comercialización a más países, por lo que se encuentra en procesos de negociación.

Cabe mencionar que actualmente la compañía cuenta con dos fábricas de producción a nivel nacional, una localizada en Guayaquil y otra en Riobamba.

La principal estrategia de la compañía se enfoca en lograr un mayor volumen de producción para alcanzar costos más bajos y tener una ventaja competitiva en cuanto a precios para el consumidor. Asimismo busca el desarrollo de nuevos productos para captar mayores segmentos de mercados a nivel nacional e internacional. La compañía también planea mejorar su productividad a través de mejores procesos de distribución de sus productos. Busca también fortalecer su marca implementando nuevas prácticas de comercialización y marketing para generar una mayor cercanía entre clientes, proveedores y accionistas.

Dentro de los planes a corto y mediano plazo también se encuentran los siguientes:

- Enfoque en marcas más significativas que son apreciadas por los consumidores.
- Aprovechamiento de la infraestructura comercial de la relacionada he Tesalia Springs Company S.A.
- Fortalecimiento patrimonial de la compañía y reestructuración de obligaciones financieras.

De igual manera, las estrategias de corto plazo se han modificado para hacer frente a la crisis sanitaria ocasionada por la pandemia de COVID-19. El enfoque se basa en seis pilares principales para reducir el impacto sobre la operatividad de la compañía, que podría verse afectada por el factor exógeno mencionado.

POLÍTICAS PRINCIPALES

Política de crédito y cobranza

La compañía cuenta con una política bien definida de crédito y cobranza de cuentas por cobrar. Los plazos de cobro a los clientes son definidos por el comité de crédito después de un análisis detallado de cada cliente. Sin embargo, a ningún cliente se le otorgan plazos mayores a los 120 días. En caso de que algún cliente cuente con saldos vencidos mayores a los 60 días, se les retira el límite de créditos y no va a poder a utilizar dicho recurso.

En el caso de exportaciones para clientes nuevos se establece un porcentaje de anticipo de parte del cliente, previo a la producción. Dicho anticipo debe ser autorizado por el Director Financiero. El crédito otorgado a clientes de exportación es de máximo 90 días considerando días de tránsito de la mercancía.

Política de pago a proveedores

La compañía mantiene plazos de pago a sus proveedores entre 30 y 120 días. Con ciertos proveedores, la compañía mantiene programas de anticipos únicamente para proveedores de materia prima, los cuales deben ser solicitados por el Gerente de Compras y deben estar respaldados bajo contrato definiendo montos, porcentajes y fechas de pago.

Política de inversiones

La compañía mantiene una política de inversiones enfocada en el incremento de la producción a través de adiciones de propiedad, planta y equipo y diversas propiedades de inversión. Una suma importante se ha destinado a la planta industrial en Riobamba para incrementar la capacidad de ésta.

Para cualquier inversión en valores, se debe contar con la aprobación del Comité de Riesgos y Finanzas y se establecerá anualmente la meta del rendimiento de liquidez necesario. Es posible la inversión y uso de derivados bajo previa autorización del Comité, sin embargo, dichos derivados deben estar relacionadas directamente al giro de negocio habitual propio de la compañía para cubrir una transacción expuesta. Está prohibido usar derivados para propósitos especulativos o de arbitraje. Asimismo, se podrán contratar instrumentos como forwards, swaps y opciones para brindar una mayor eficiencia y aprovechamiento de precios en la adquisición de materia prima.

Política de financiamiento

La política de financiamiento de la compañía se basa principalmente en el financiamiento bancario a través de líneas tradicionales que le ofrecen diversas instituciones de la banca local. Asimismo, con la nueva administración una parte importante de financiamiento ha sido a través del aporte de capital de los nuevos accionistas. El Emisor también ha colocado con éxito instrumentos en el Mercado de Valores.

Política operacional

Para mitigar el riesgo operacional, UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. cuenta con pólizas de seguros de diversa índole que ofrecen cobertura sobre cualquier situación de riesgo operacional que se presente en el proceso de producción de la compañía. Cuenta con planes a nivel nacional e internacional con diversas aseguradora, según el siguiente detalle:

RAMO	ASEGURADORA	MONTO ASEGURADO
Propiedades	Chubb Seguros Ecuador S.A.	60.000
Robo (Dinero y Valores)	Chubb Seguros Ecuador S.A.	240.000
Responsabilidad Civil	Chubb Seguros Ecuador S.A.	50.000
Transporte Interno y Externo	Seguros GIT S.L.(Exterior)	3.500.000
Responsabilidad Civil (Vehículos)	Compañía de Seguros Ecuatoriano Suiza S.A.	390.000
Vehículos	Compañía de Seguros Ecuatoriano Suiza S.A.	19.040
Vehículos de funcionarios	Compañía de Seguros Ecuatoriano Suiza S.A.	42.796
Cumplimiento de Contrato	Generali Ecuador Compañía de Seguros S.A.	34.400
Vida	Equivida S.A.	Planes de 12.000; 28.000 y 35.000
Medicina Prepagada	Humana S.A.	Planes de 6.000; 10.000; 25.000; 50.000

Tabla 14: Detalle de pólizas de seguros.
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

CLIENTES

La compañía comercializa más del 90% de sus productos a un solo cliente que es The Tesalia Springs Company S.A. debido a que desde el año 2018 se arrancó con la plataforma de distribución de los productos de la compañía a través de la plataforma de distribución que ofrece Tesalia. De esta manera la participación de clientes en función de sus ventas es el siguiente:

CLIENTE	PARTICIPACIÓN
The Tesalia Springs Company S.A.	88,90%
Consorcio Alimentación Escolar	4,80%
Theobroma B.V.	3,40%
Family Food Distributor Inc.	1,20%
Varios con participaciones menor al 1%	1,70%
Total	**100,00%**

Tabla 15: Detalle de principales clientes.
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

CADENA DE SUMINISTROS

En cuanto a los proveedores de la compañía, éstos cuentan con una buena diversificación tomando en cuenta que el principal tiene una participación del 13% y los tres principales suman una participación del 22%.

PROVEEDOR	PARTICIPACIÓN
Cía. De Jarabes y Bebidas Gaseosas	14,40%
Sigmaplast S.A.	10,10%
The Tesalia Springs Company S.A.	5,20%
CBC Intl. S.A.	4,80%
Ingenio Azucarera del Norte Compañía de Economía Mixta	3,80%
Agroindustrias Arriba del Ecuador Agroarriba S.A.	3,60%
Anyimp S.A.	2,60%
Ingeniería Eléctrica Canala S.A.	2,50%
Otros con participación menor al 2%	53,00%
Total	**100,00%**

Tabla 16: Detalle de principales proveedores.
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

POSICIÓN COMPETITIVA

En cuanto a la posición competitiva de la compañía dentro del sector manufacturero de confitería, UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. mantiene un reconocido prestigio a nivel nacional e internacional, con más de 130 años de trayectoria ubicándose entre las principales compañías del sector a nivel nacional. Para determinar la posición de mercado se debe segregar la cuota de mercado por línea de producto.

COMPAÑÍA	PARTICIPACIÓN DE MERCADO
Nestlé Ecuador S.A.	25,80%
UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	24,90%
Cía. Nacional de Chocolates	17,80%
Ferrero del Ecuador S.A.	11,00%

COMPAÑÍA	PARTICIPACIÓN DE MERCADO
Otros	20,50%
Total	**100,00%**

Tabla 17: Participación de mercado – línea de chocolates.
Fuente: SCVS.; **Elaboración:** Global Ratings

COMPAÑÍA	PARTICIPACIÓN DE MERCADO
Nestlé Ecuador S.A.	46,40%
UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	34,00%
Otros	19,60%
Total	**100,00%**

Tabla 18: Participación de mercado – línea de galletas.
Fuente: SCVS.; **Elaboración:** Global Ratings

COMPAÑÍA	PARTICIPACIÓN DE MERCADO
UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	21,70%
Confiteca C.A.	17,70%
Mondelez Ecuador Cía. Ltda.	14,40%
Colombina S.A.	12,10%
Otros	34,10%
Total	**100,00%**

Tabla 19: Participación de mercado – línea de confitería.
Fuente: SCVS.; **Elaboración:** Global Ratings

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y RESULTADOS

Las ventas de la compañía presentaron un comportamiento decreciente entre el año 2017 y 2019, al pasar de un monto de USD 65,14 millones a USD 42,98 millones; comportamiento que se atribuye en su mayoría al proceso de cambio de administración y otros factores exógenos que se examinarán más adelante. En el año 2018, la caída en ventas registrada se atribuye al nuevo enfoque estratégico de la compañía, donde se optó por cambiar el modelo de distribución de productos a través de una alianza estratégica con la nueva relacionada del grupo, The Tesalia Springs Company S.A., con quien desde el mes de abril 2018 se convirtió en el distribuidor principal dentro del mercado ecuatoriano. Este proceso consistió en cambios importantes en el sistema de distribución, por lo que la caída en ventas se debe al proceso de implementación y transición por el que la compañía tuvo que atravesar. Sin embargo, una vez terminado el proceso de transición y con la operatividad en total funcionamiento, se espera optimizar y aprovechar de mejor manera la estructura operativa del grupo.

Por esta razón, para el año 2018 se apreció una concentración de ventas con The Tesalia Springs Company S.A. según el siguiente detalle:

CLIENTE	MONTO 2018 (USD)	PARTICIPACIÓN
The Tesalia Springs Company S.A.	29.078.231	60,82%
Umbra Ecuador Umbraec S.A.	3.719.226	7,78%
Corporación Favorita C.A.	1.867.098	4,00%
Otros	13.146.885	27,40%
Total	**47.811.440**	**100,00%**

Tabla 20: Detalle de ventas por cliente al 2018.
Fuente: Estados Financieros auditados 2018; **Elaboración:** Global Ratings

Mientras que, al cierre del 2017 las ventas tenían una composición de clientes diferente al no realizarse todavía la reestructuración del proceso.

CLIENTE	MONTO 2017 (USD)	PARTICIPACIÓN
Umbra Ecuador Umbraec S.A.	20.161.598	30,95%
Corporación Favorita C.A.	5.887.236	9,04%
Tia S.A.	4.499.205	6,91%
El Rosado S.A.	4.480.679	6,88%
Padilla Egas Carlos David	1.764.984	2,71%
Devies Corp S.A.	1.639.417	2,52%
Imelda de Jaramillo Cía. Ltda.	1.630.432	2,50%
Distribuidora Paldoni Cía. Ltda.	1.361.613	2,09%
Varios con participación menor al 2%	23.712.874	36,40%

CLIENTE	MONTO 2017 (USD)	PARTICIPACIÓN
Total	65.138.037	100,00%

Tabla 21: Detalle de ventas por cliente al 2017.
Fuente: Estados Financieros auditados 2018; **Elaboración:** Global Ratings

Para el año 2019, alrededor del 94% de las ventas de inventario se realizaron a su relacionada The Tesalia Spring Company S.A. como parte de la estrategia de aprovechamiento de la infraestructura comercial del grupo mencionada anteriormente. Las ventas al años 2019 registraron un decrecimiento del orden del 10% producto de las manifestaciones que ocasionaron la paralización del país en el mes de octubre 2019. Las repercusiones de la paralización afectaron las ventas hasta inicios de noviembre, hasta retomar la operatividad normal y la actividad económica a nivel nacional. Por esta razón se dio una caída en ventas en la mayor parte de líneas de productos de la compañía al 2019. La mayor caída fueron en las líneas de galletas, confitería y semielaborados.

LÍNEA DE PRODUCTO	MONTO 2018 (USD)	MONTO 2019 (USD)	VARIACIÓN (%)	VARIACIÓN (USD)
Confitería				
Caramelos duros	6.083.180	5.847.846	-3,87%	-235.335
Caramelos blandos	1.760.771	1.287.354	-26,89%	-473.416
Chupetes	1.585.025	1.177.372	-25,72%	-407.653
Total confitería	**9.428.976**	**8.312.572**	**-11,84%**	**-1.116.404**
Chocolates				
Barras de chocolate	10.166.168	9.425.488	-7,29%	-740.680
Bombones	1.708.954	2.182.655	27,72%	473.701
Cremas de chocolate	263.764	161.048	-38,94%	-102.716
Grajeados	934.856	652.177	-30,24%	-282.679
Huevitos	3.696.397	3.571.532	-3,38%	-124.865
Bombones rellenos	-10.440	0	-100,00%	10.440
Tabletas de chocolate	1.855.512	1.785.176	-3,79%	-70.336
Total chocolates	**18.615.212**	**17.778.077**	**-4,50%**	**-837.135**
Modificadores	**10.092.991**	**11.123.952**	**10,21%**	**1.030.962**
Semielaborados	**2.270.674**	**1.020.189**	**-55,07%**	**-1.250.486**
Galletas				
Galletas dulces	2.969.178	2.866.506	-3,46%	-102.672
Galletas dulces bañadas	1.917.609	1.360.826	-29,04%	-556.783
Galletas saladas	746.809	463.481	-37,94%	-283.328
Galletas saladas de terceros	13.554	0	-100,00%	-13.554
Waffers bañadas	892.751	47.140	-94,72%	-845.611
Waffers sin baño	320.100	1.979	-99,38%	-318.121
Galletas dulces sánduches	124.145	67	-99,95%	-124.078
Total galletas	**6.984.146**	**4.739.999**	**-32,13%**	**-2.244.147**
Combos	**65.209**	**4.996**	**-92,34%**	**-60.213**
Otros	**354.233**	**3.811**	**-98,92%**	**-350.422**
Total general	**47.811.440**	**42.983.595**	**-10,10%**	**-4.827.845**

Tabla 22: Detalle de ventas por producto año 2019.
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

A mayo de 2020 las ventas registraron una variación negativa del orden del 9%, equivalente a ventas menores por USD 1,21 millones frente a mayo del año anterior que se atribuye a la emergencia sanitaria ocasionada por el COVID-19. Como consecuencia de la pandemia, existe un nuevo patrón de comportamiento del mercado que demanda productos de alimentación propios o cercanos a la canasta básica (como las galletas y cocoa que produce la compañía) que han superado el presupuesto original de ventas. Mientras que, otras líneas de productos como las de chocolates y confites redujeron su demanda (al no ser productos de primera necesidad) provocando la operación parcial en su producción. Con menores niveles de operación, las ventas fueron menores a las presupuestadas en los meses de marzo, abril y mayo de 2020. Al 31 de mayo de 2020 se empezó como el restablecimiento de la operatividad normal de la compañía.

Para el análisis de las proyecciones es muy importante considerar que la economía a nivel mundial ha sido afectada por la emergencia sanitaria durante el 2020, donde se produjo una restricción en el consumo y transporte de mercancías en general. De esta manera, el panorama al cierre del año 2020 es todavía incierto, pero se tienen expectativas de decrecimiento para la mayor parte de sectores de la economía. Puntualmente para UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A., se estiman menores ventas por el cambio de productos demandados durante la pandemia. Sin embargo, con las medidas de reacción tomadas por la compañía se espera reducir cualquier efecto negativo en resultados. Al considerar dichas premisas, se optó por la proyección de un escenario conservador del volumen de ventas para el cierre del 2020 y un incremento paulatino para años posteriores con la normalización de la economía.

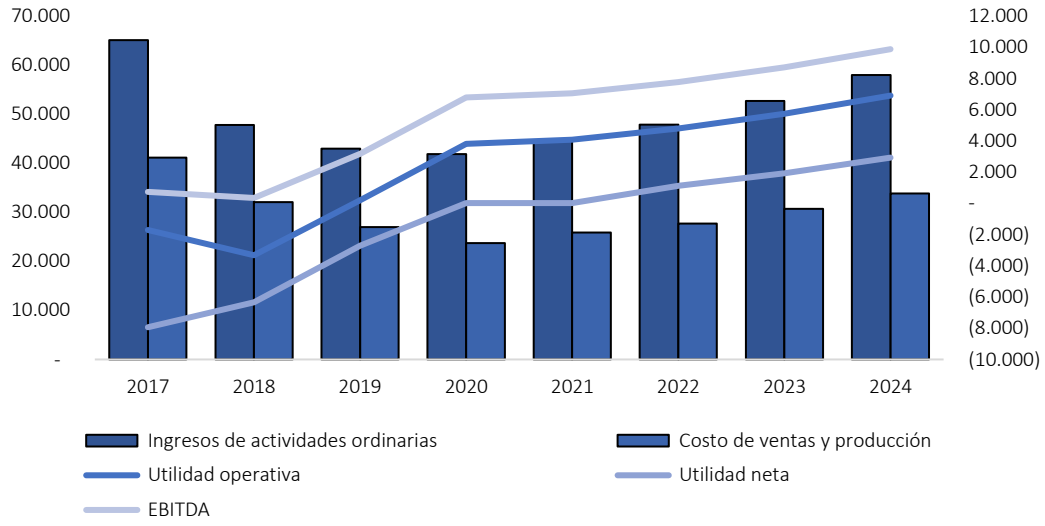

Gráfico 12: Estado de Resultados.
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

El costo de ventas de la compañía fue alrededor del 63% históricamente, a excepción del año 2018 donde alcanzó un pico con un porcentaje del 68%. Este encarecimiento del costo de ventas se atribuye al proceso de cambio por el que la compañía tuvo que atravesar para adoptar la nueva estrategia de distribución, donde se tuvieron que incurrir en costos únicos para implementar dicho cambio. Al año 2019 el costo de ventas se normalizó al alcanzar valores coherentes con los históricos en cuanto a su participación sobre las ventas. Para años proyectados se estima mantener la participación del costo de ventas alrededor del 58% sobre las ventas, considerando la optimización alcanzada con la nueva estrategia.

Los gastos operativos de la compañía están compuestos por: gastos de administración, gastos de ventas, marketing y logística. Estos gastos tuvieron una participación histórica alrededor del 40% sobre el total de ventas. Cabe mencionar que, en el informe de auditoría del año 2018 se registró una reestructuración de los estados financieros del 2017 por el cambio de accionistas de la compañía. Por ello, se registraron incrementos de provisiones de cuentas incobrables por montos de USD 6,02 millones que correspondían a valores pendientes de cobro con Umbra Ecuador Umbraec S.A. debido al cierre de operaciones de ésta. Para el cierre del 2019, la participación de los gastos operativos se redujo al 37% producto de la mayor eficiencia alcanzada con el cambio estructural y aprovechamiento de la infraestructura de distribución que cuenta la relacionada, The Tesalia Springs Company S.A. Para los años proyectados se espera una mayor optimización de la estructura operativa, por lo que los gastos operativos estiman alcanzar porcentajes de participación alrededor del 32% sobre las ventas hasta el 2024.

Los gastos financieros registraron un comportamiento estable en el periodo histórico de análisis con montos alrededor de USD 4,70 millones. En el año 2018, los gastos financieros se mantuvieron constantes, a pesar de registrarse un incremento de las obligaciones financieras corrientes, lo que se atribuye al financiamiento externo adquirido por la nueva administración con menores costos. Al 2019 se realizó una completa reestructuración de la deuda financiera al pasivo de largo plazo, no obstante se mantuvo estable el gasto financiero por un monto de USD 4,42 millones.

El rubro de ingresos no operacionales en el año 2018 correspondió principalmente a un contrato celebrado con The Tesalia Springs Company S.A. por la prestación de servicios de know-how relacionados con: marketing, conservación de alimentos y manufactura de alimentos. Dicho contrato es por un plazo de tres años y se inició el 13 de noviembre de 2018, generando un ingreso total de USD 2,50 millones a diciembre del 2018, de acuerdo con el informe de auditoría del año. Para el 2019, este rubro alcanzó un valor neto de USD 101 mil que corresponden a otros ingresos y liquidaciones de anticipadas.

Se debe considerar que las pérdidas en los años 2017, 2018 y 2019 se atribuyen al proceso de transición operacional y cambio de administración que tuvo la compañía, donde se realizó una reestructuración de los estados financieros al 2017 que incrementaron las provisiones y se generó pérdidas y se incurrieron en gastos de una sola vez por dicha implementación en los otros años. Asimismo, al 2019 el factor exógeno de la paralización de la economía por la coyuntura nacional en octubre redujo la comercialización de productos provocándole reducciones en ingresos. No obstante, una vez terminado el proceso de transición e implementación de la nueva operatividad, se estiman resultados positivos para años posteriores adaptando su producción a la demanda actual del mercado que fue afectada por la pandemia durante el año 2020.

CALIDAD DE ACTIVOS

El activo de la compañía registró un comportamiento estable entre 2017 y 2019, con montos alrededor de los USD 100,17 millones. Dado el giro de negocio de la compañía, los activos estuvieron compuestos en su mayoría por activos no corrientes. Las principales cuentas del activo fueron: propiedad, planta y equipo, inventarios y cuentas por cobrar que sumaron participaciones de alrededor del 90% de los activos totales. El rubro de inventarios fluctuó en el periodo de estudio en base al comportamiento de las ventas. La concentración de los activos se dio en el activo no corriente con porcentajes alrededor del 75%.

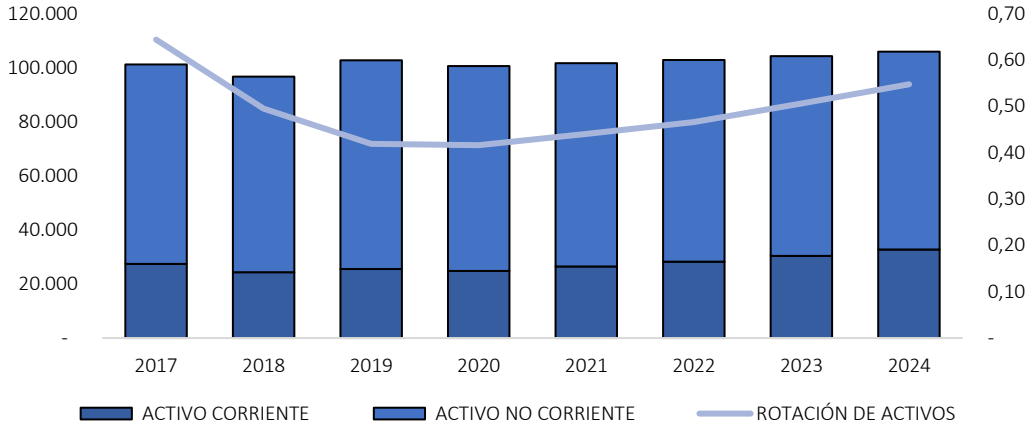

Gráfico 13: Evolución del activo.
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

La propiedad, planta y equipo de la compañía mantuvo valores alrededor de los USD 70,00 millones. La compañía ha contado con adiciones de maquinaria y equipo de forma paulatina a lo largo de los años. Por ejemplo, en el año 2017 se realizó adquisiciones de maquinaria para las líneas de caramelos y huevitos de chocolate por un monto total de USD 7,30 millones. Para el año 2018 se realizaron adquisiciones adicionales por un monto de USD 2,20 millones, pero también se registraron venta y bajas de activos fijos. Igualmente, al año 2019 contaron con construcciones en curso que correspondieron a inversiones realizadas en mejoras de la línea de galletas en la planta de Riobamba, así como adecuaciones y mejoras en las líneas de confitería. Para años posteriores no se proyectaron adiciones significativa de la propiedad, planta y equipo; únicamente se estima terminar los proyectos de adecuación y ampliación de la planta anteriormente mencionados.

Las cuentas por cobrar a compañías relacionadas mostraron un comportamiento creciente en el periodo de estudio, mientras que las cuentas por cobrar no relacionadas tuvieron el efecto contrario. Este efecto fue producto del cambio de administración y accionistas con lo que hubo una reclasificación de las cuentas por cobrar, realizándose transacciones con nuevas compañías relacionadas que anteriormente no tenían relación con el Emisor, la principal de éstas es con The Tesalia Springs Company S.A. En las cuentas por cobrar relacionadas se puede evidenciar que, a pesar de registrarse una caída en ventas, se incrementan dichas cuentas años tras año. Esto se atribuye a los mayores plazos de crédito que se gestionaron para el año 2019 debido a la paralización nacional de la actividad económica, donde la relacionada registró obstrucción en el proceso de distribución, registrando menores ingresos, por lo que se apoyaron con mayor crédito en el periodo. En cuanto al vencimiento de la cartera, alrededor del 93% de la cartera se encontró vigente o

vencida hasta 30 días a mayo de 2020, tanto en las cuentas por cobrar con relacionadas como las no relacionadas. Cabe mencionar que la cartera vencida a más de 120 días se la mantiene provisionada en un 100% y ninguna cuenta por cobrar relacionada presenta vencimiento superior a 15 días.

VENCIMIENTO	PARTICIPACIÓN
Por vencer	74,10%
Vencido de 0-30 días	18,68%
31-60 días	2,16%
61-90 días	2,11%
91-120 días	0,18%
Más de 120 días	2,77%
Total	**100,00%**

Tabla 23: Vencimiento de cartera a mayo 2020.
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Para años proyectados se estima mantener la misma composición de las cuentas por cobrar, aprovechando la infraestructura y proceso de distribución que recibe con The Tesalia Springs Company S.A. proyectándose un fluctuaciones de dichas cuentas en función del comportamiento de las ventas, manteniendo coherencia con lo registrado al cierre del año 2019.

El índice de días de cartera de la compañía siempre se ha mantenido por debajo de los días de pago a proveedores, lo que indica la capacidad de crecimiento orgánico que tiene para financiar sus operaciones a crédito sin la necesidad de externos.

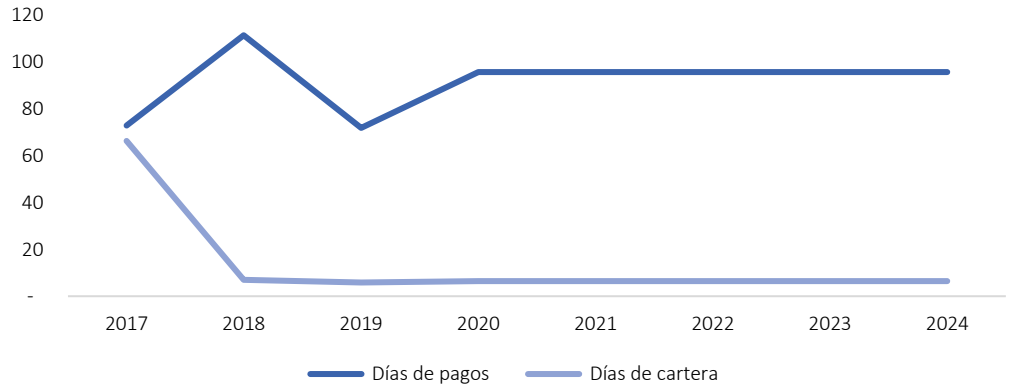

Gráfico 14: Detalles de días de cartera vs. días de pagos.
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Los inventarios de la compañía siguieron el comportamiento decreciente de las ventas en el periodo de análisis con reducciones en promedio del 15% por año. De igual manera, con el cambio estructural de la compañía y el nuevo proceso de distribución, se cambió la forma de acumulación de mercancías en stock produciendo reducciones en el volumen de inventarios. A mayo de 2020, con la emergencia sanitaria se produjo una reducción del 20% del volumen de inventarios por las restricciones de movilidad de mercancías y personas, así como el cambio del consumo enfocado más hacia productos de la canasta básica. Para las proyecciones se estima mantener los inventarios por montos alrededor de los USD 7,00 millones y USD 9,00 millones, fluctuando de acuerdo con las ventas.

El rubro de activos intangibles representa alrededor del 4% del activo de la compañía y corresponde al valor de las marcas que maneja la compañía y las licencias de módulos contables que utiliza. Esta cuenta mantuvo un comportamiento estable en el periodo de análisis con montos alrededor de los USD 4,00 millones. Para años posteriores se espera mantener esta cuenta constante, coherente con lo registrado históricamente.

ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO

Históricamente, las principales alternativas de fondeo de UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. en orden de importancia lo constituyeron: entidades financieras, recursos propios, proveedores relacionados y no

relacionados y Mercado de Valores. El financiamiento de los activos a través de recursos propios fue fluctuante en el periodo de estudio, pero se registraron incrementos constantes de capital que aumentó su participación como fuente de fondeo, al alcanzar un porcentaje máximo del 37% sobre los activos a diciembre de 2019.

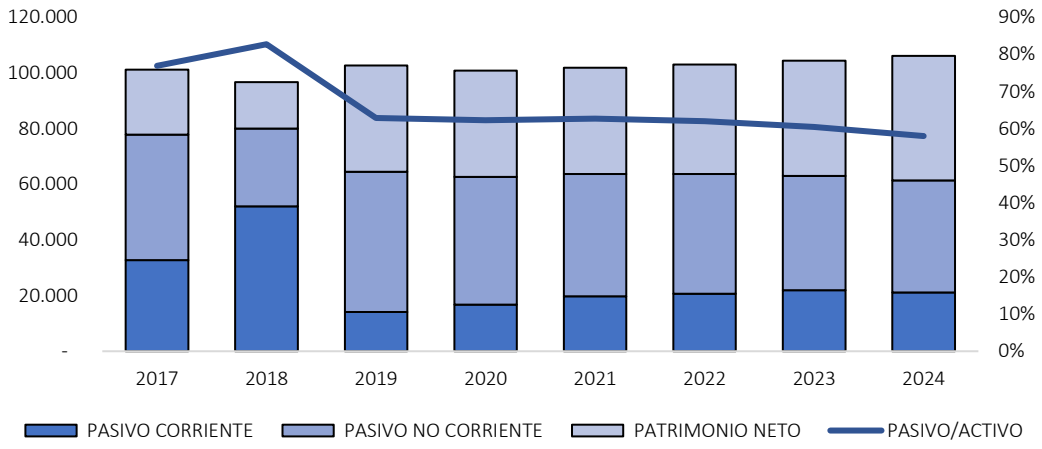

Gráfico 15: Estructura de financiamiento (miles USD).
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

El financiamiento de la compañía a través de entidades financieras fue fluctuante en el periodo de análisis, y consistió en la principal fuente de fondeo con una participación promedio del 51% sobre el total de activos, tanto en su porción corriente como no corriente. Para el año 2018, las obligaciones financieras registraron un incremento debido a nuevos préstamos obtenidos para financiar la transición hacia el nuevo proceso de distribución para el cual tuvo que incurrir en gastos únicos en ese año, alcanzando un valor máximo de deuda de USD 56,06 millones, de los cuales el 56% se encontraba en la porción corriente. Para el año 2019, las obligaciones financieras registraron una reducción y reestructuración, donde el 98% de éstas se contabilizó en el pasivo no corriente como consecuencia de la cancelación de casi todas los préstamos vigentes entre los que se encontraban préstamos con: (a) Corporación Financiera Nacional P.B. por un monto de USD 24.090.625, (b) Banco de la Producción S.A. Produbanco por un monto de USD 13.670.674 y (c) Banco del Pacífico S.A. por un monto de USD 3.314.104. Estas cancelaciones se hicieron con el Banco del Pacífico S.A., con el que se abrió una línea de crédito para consolidación de deudas hasta por USD 49.460.000 a plazo a 10 años con 18 meses de gracia de pago de capital. Para las proyecciones se considera la cancelación paulatina del capital del préstamo mencionado, que tiene un plazo de pago hasta el año 2030. De igual forma, se proyectan adquirir préstamos menores (con montos inferiores a los USD 10,00 millones) a partir del año 2022 conforme se van cancelando las emisiones en el Mercado de Valores, manteniendo coherencia con el comportamiento histórico.

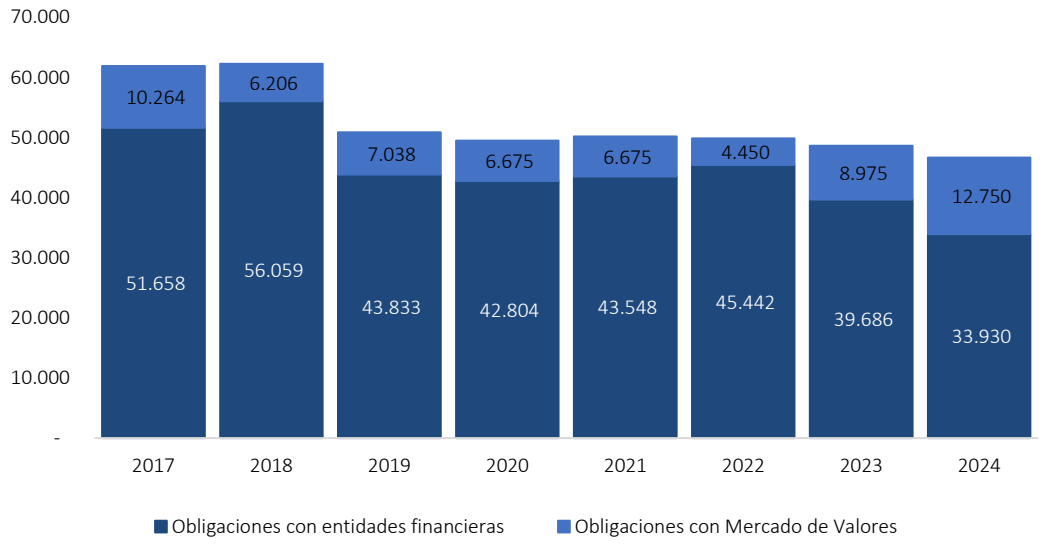

Gráfico 16: Detalle de deuda financiera (miles USD).
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Las fuentes de fondeo obtenidas a través del Mercado de Valores mantuvieron una tendencia decreciente en el periodo de estudio, conforme se canceló el capital por pagar de los instrumentos vigentes en el mercado que son la Segunda y Cuarta Emisión de Obligaciones. En el segundo trimestre del 2018 se canceló la Primera Emisión de Obligaciones. Para el año 2019, se emitió y colocó la Cuarta Emisión de Obligaciones y fue recomprada parcialmente la Tercera Emisión de Obligaciones. A inicios del año 2020 se recompró la totalidad de la Tercera Emisión de Obligaciones y se procedió con su cancelación, así como también se recompró parcialmente la Segunda Emisión de Obligaciones quedando un saldo remanente por pagar de USD 102 mil a mayo de 2020. Para las proyecciones se utilizaron los pagos de capital reales de los instrumentos mencionados, la Segunda Emisión de Obligaciones que será cancelada en noviembre de 2020 y la Cuarta Emisión de Obligaciones que será cancelada en el año 2024. Considerando la utilización de recursos provenientes del Mercado de Valores de forma recurrente, se estima la colocación de dos nuevas emisiones de obligaciones a largo plazo en los años 2023 y 2024 por montos de USD 7,50 millones cada uno, valores coherentes con instrumentos anteriormente colocados.

El patrimonio neto de la compañía registró una tendencia fluctuante en el periodo de análisis. Es importante mencionar que el capital social de la compañía recibió constantes aportes por parte de los accionistas entre el 2017 y 2019 logrando capitalizar un total de USD 32,35 millones, con lo que cerró el año 2019 con un monto total de USD 55,38 millones. Los recursos para las capitalizaciones provinieron de la cuenta de aporte a futuras capitalizaciones en el 2018 que contó con un monto de USD 8,00 millones y el resto fueron aportes realizados por parte de los nuevos accionistas de la compañía, lo que evidencia el compromiso que tienen con el desenvolvimiento de ésta. A pesar del incremento del capital social, el patrimonio neta cayó en el 2018 como consecuencia del comportamiento de los resultados acumulados que totalizaron pérdidas de USD 11,42 millones al enjugar las pérdidas del ejercicio anterior que fueron de USD 7,94 millones. En el 2019 igualmente se incrementó la cuenta de resultados acumulados por la pérdida neta del año anterior que totalizó USD 6,33 millones. Sin embargo, el patrimonio neto se incrementó por el aporte de capital recibido. Para años posteriores no se proyectaron incrementos del capital social, manteniendo el monto de USD 55,38 millones, pero se espera una tendencia positiva por los resultados del ejercicio positivos que disminuirán las pérdidas acumuladas con el tiempo.

Las cuentas por pagar presentaron una tendencia fluctuante en el periodo de estudio. Puntualmente, las cuentas por pagar no relacionadas presentaron un incremento en el año 2018 como consecuencia de mayores plazos de crédito obtenidos. Para el año 2019 se dio una reducción importante de dichas cuentas, ya que con la nueva administración y proceso de distribución se empezaron a apalancar en mayor medida con compañías relacionadas del nuevo grupo al que pertenecen, de esta forma, se incrementaron las cuentas

por pagar relacionadas. A mayo de 2020, las cuentas por pagar se redujeron producto de la pandemia, pero su composición se mantuvo con una mayor concentración con proveedores relacionados. Para años posteriores, con la implementación del nuevo proceso de distribución y comercialización, se estima una concentración mayor en las cuentas por pagar relacionadas (como se vio para el año 2019 y a mayo de 2020) y se espera un comportamiento en función de las ventas, coherente con lo registrado históricamente.

Cabe mencionar que, en el último informe de auditoría se incluyó una opinión de salvedad debido a que ante indicios de deterioro financiero de las unidades generadoras de efectivos, la administración e la compañía inició un análisis bajo lineamiento de la NIC 36 que no fue concluido a la fecha de realización del informe. Sin embargo, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que dicha opinión no afecta en ningún sentido la liquidez ni la solvencia de UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una buena participación de mercado y un nivel de ingresos por ventas adecuado dentro del sector en el que opera.

De igual forma, con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 2, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada posición frente a sus clientes y proveedores, siendo un partícipe importante en la industria de confites y chocolates con años de trayectoria, contando con un excelente posicionamiento en el mercado. A través de su orientación comercial y operativa pretende mantenerse como líder en el sector en el que desarrolla sus actividades, así como con la implementación de la nueva estrategia de distribución.

PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe, UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. mantiene vigente la Segunda y Cuarta Emisión de Obligaciones, la presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

EMISIÓN	AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	2013	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-13-3422	6.000.000	Cancelada
Segunda Emisión de Obligaciones UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	2014	SCV-INMV-DNAR-14-29322	10.000.000	Vigente
Tercera Emisión de Obligaciones UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	2017	SCVS.INMV.DNAR.17.1106	5.000.000	Cancelada
Cuarta Emisión de Obligaciones UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	2019	SCVS-INMV-DNAR-2019-00007067	8.000.000	Vigente

Tabla 24: Presencia Bursátil
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. en circulación en el Mercado de Valores:

EMISIÓN	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO
Primera Emisión de Obligaciones UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	26	28	USD 5.584.451
Segunda Emisión de Obligaciones UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	107	40	USD 10.000.000 USD 10.000.000 USD 4.300.000
Tercera Emisión de Obligaciones UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	1	4	USD 7.800.000
Cuarta Emisión de Obligaciones UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	90	12	USD 6.675.000

Tabla 25: Liquidez de presencia bursátil
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En función de lo antes mencionado, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

INSTRUMENTO

Con fecha 20 de junio de 2019 la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas resolvió aprobar la Cuarta Emisión de Obligaciones de UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. por un monto de hasta USD 8.000.000. La Emisión fue dividida en dos clases, la Clase E y la Clase F por un monto de USD 4.000.000 cada una.

La Emisión fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros a través de Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2019-00007067 el 28 de agosto de 2019 y fue dividida en dos clases, la Clase E por un monto de USD 4.000.000 y la Clase F por un monto de USD 4.000.000. Con fecha 31 de octubre de 2019, el agente colocador inició con la colocación de los valores y para el 29 de enero de 2020 se logró colocar USD 6.675.000, es decir el 83,44% del monto aprobado.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que el instrumento presentó aceptabilidad evidenciado en los tiempos de colocación antes mencionados, dando cumplimiento a lo estipulado en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.						
Monto de emisión	USD 8.000.000					
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América					
Características	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	E	USD 4.000.000	1.800 días	8,00%	Trimestral con 720 días de gracia	Trimestral
	F	USD 4.000.000	1.800 días	8,00%		
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados					
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	No					
Destino de los recursos	Los recursos que se generen serán destinados en un 100% para reestructuración de pasivos con costo.					
Valor nominal	USD 1.000					
Base de cálculos de intereses	30/360					
Sistema de colocación	Bursátil					
Rescates anticipados	La presente emisión no contempla sorteos ni rescates anticipados.					
Underwriting	La presente emisión no contempla contratos de underwriting.					
Estructurador financiero y agente colocador	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	▪ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a cero coma noventa (0,90), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores ▪ Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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. ▪ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, 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. ▪ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.					

UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	
Límite de endeudamiento	▪ Se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 3,5 veces el patrimonio de la compañía.

Tabla 26: Características del instrumento
Fuente: Prospecto de Oferta Pública; **Elaboración:** GlobalRatings

El saldo de capital por pagar al 31 de mayo de 2020 fue de USD 6.675.000, compuesto por:

- **Clase E:** USD 4.000.000
- **Clase F**: USD 2.675.000

Las tablas de amortización siguientes se basan en el monto colocado:

N°	FECHA PAGO	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	30/1/2020	4.000.000	-	80.000	80.000	4.000.000
2	30/4/2020	4.000.000	-	80.000	80.000	4.000.000
3	30/7/2020	4.000.000	-	80.000	80.000	4.000.000
4	30/10/2020	4.000.000	-	80.000	80.000	4.000.000
5	30/1/2021	4.000.000	-	80.000	80.000	4.000.000
6	30/4/2021	4.000.000	-	80.000	80.000	4.000.000
7	30/7/2021	4.000.000	-	80.000	80.000	4.000.000
8	30/10/2021	4.000.000	-	80.000	80.000	4.000.000
9	30/1/2022	4.000.000	333.333	80.000	413.333	3.666.667
10	30/4/2022	3.666.667	333.333	73.333	406.667	3.333.333
11	30/7/2022	3.333.333	333.333	66.667	400.000	3.000.000
12	30/10/2022	3.000.000	333.333	60.000	393.333	2.666.667
13	30/1/2023	2.666.667	333.333	53.333	386.667	2.333.333
14	30/4/2023	2.333.333	333.333	46.667	380.000	2.000.000
15	30/7/2023	2.000.000	333.333	40.000	373.333	1.666.667
16	30/10/2023	1.666.667	333.333	33.333	366.667	1.333.333
17	30/1/2024	1.333.333	333.333	26.667	360.000	1.000.000
18	30/4/2024	1.000.000	333.333	20.000	353.333	666.667
19	30/7/2024	666.667	333.333	13.333	346.667	333.333
20	30/10/2024	333.333	333.333	6.667	340.000	0

Tabla 27: Detalle de colocaciones Clase E (USD);
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

N°	FECHA PAGO	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	30/1/2020	2.675.000	-	53.500	53.500	2.675.000
2	30/4/2020	2.675.000	-	53.500	53.500	2.675.000
3	30/7/2020	2.675.000	-	53.500	53.500	2.675.000
4	30/10/2020	2.675.000	-	53.500	53.500	2.675.000
5	30/1/2021	2.675.000	-	53.500	53.500	2.675.000
6	30/4/2021	2.675.000	-	53.500	53.500	2.675.000
7	30/7/2021	2.675.000	-	53.500	53.500	2.675.000
8	30/10/2021	2.675.000	-	53.500	53.500	2.675.000
9	30/1/2022	2.675.000	222.917	53.500	276.417	2.452.083
10	30/4/2022	2.452.083	222.917	49.042	271.958	2.229.167
11	30/7/2022	2.229.167	222.917	44.583	267.500	2.006.250
12	30/10/2022	2.006.250	222.917	40.125	263.042	1.783.333
13	30/1/2023	1.783.333	222.917	35.667	258.583	1.560.417
14	30/4/2023	1.560.417	222.917	31.208	254.125	1.337.500
15	30/7/2023	1.337.500	222.917	26.750	249.667	1.114.583
16	30/10/2023	1.114.583	222.917	22.292	245.208	891.667
17	30/1/2024	891.667	222.917	17.833	240.750	668.750
18	30/4/2024	668.750	222.917	13.375	236.292	445.833
19	30/7/2024	445.833	222.917	8.917	231.833	222.917
20	30/10/2024	222.917	222.917	4.458	227.375	0

Tabla 28: Detalle de colocaciones Clase F (USD);
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. con la información entregada por el emisor ha verificado que el emisor ha venido cancelando oportunamente los pagos correspondientes a capital e intereses del instrumento, según la tabla de amortización precedente. Del total del monto autorizado de la emisión, se colocó el 83,44%. Con lo expuesto anteriormente se da cumplimiento a los Numerales a y b, Numeral 1,

Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas deberán mantener resguardos a la emisión, según lo señala el Artículo 11, 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, por lo que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. ha verificado que se cumplen las garantías, resguardos, límite de endeudamiento y compromisos adicionales. Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos mencionados en las características del instrumento, dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el Artículo 11, 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.

PERFIL FINANCIERO

El perfil financiero de la entidad bajo análisis, en este caso UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. corresponde a un estudio de los estados financieros de la entidad emisora, históricos y proyectados donde se analizan diferentes aspectos reflejados en el balance general, el estado de pérdidas y ganancias y los flujos de efectivo históricos y proyectados.

La metodología de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no considera los índices financieros de forma aislada para después entrar en algún sistema de ponderación. Por el contrario, supone que la calificación cuantitativa obtenida por una entidad responde a una acción conjunta de los indicadores que llevan a esa calificación. En este sentido, el conjunto de índices financieros reseñados y escogidos para ser estudiados, determinan una puntuación que refleja la posición relativa de la empresa frente a una muestra de entidades calificadas anteriormente por GlobalRatings lo que permite determinar un puntaje, que va de 1 para la entidad menos calificada hasta 10 para entidad más calificada. El puntaje obtenido por medio de un sistema de regresión lineal permite cuantificar, en la medida de lo posible, las características con respecto a la capacidad del emisor para realizar dentro de los plazos establecidos y en su totalidad, los pagos correspondientes a intereses y principal de su deuda. Con esta consideración, el análisis se centra en tres aspectos financieros principales: liquidez, endeudamiento y solvencia, y rendimiento.

Una vez determinado el puntaje reseñado, el perfil financiero se determina en una segunda fase, que analiza algunos índices que permiten conocer aspectos trascendentales como la evolución de la deuda neta, la capacidad de pago de esa deuda con varios parámetros de medición y los márgenes de maniobra que tiene la empresa para cumplir a cabalidad con el servicio de la deuda sin menoscabar su operatividad.

PREMISAS DE PROYECCIÓN

En consideración a lo señalado en párrafos anteriores, el análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión bajo análisis, las que se basan en los resultados históricos de la compañía y en una estimación de la situación actual de la economía, fuertemente condicionada por la emergencia sanitaria, y una estimación del futuro próximo. En el caso puntual de UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A., en el periodo de estudio se registró una tendencia negativa en ventas, como parte de la transición con el cambio de administración y estrategia de distribución de la compañía. A mayo 2020, debido a la pandemia y a las medidas de confinamiento optadas por el Gobierno Central, se proyectó un escenario conservador para el cierre del año al considerar la situación de emergencia sanitaria actual y el decrecimiento proyectado para la mayor parte de sectores de la economía. Por esta razón, para el cierre del 2020 se estima una reducción en ventas por un monto alrededor de USD 1,15 millones. Una vez se retome la actividad económica cotidiana, se estima un nivel de crecimiento paulatino en años posteriores, por lo que se proyectan crecimientos del 7% al 2022 y del 10% para el 2024. Tal proyección estresa la realizada por el estructurador financiero. La participación del costo de ventas presentó un comportamiento a la baja por la implementación del nuevo proceso de distribución, con lo que se proyecta mantener con un valor medio del 58% para los próximos años. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función del comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a las deudas con costo, tanto proveniente de entidades bancarias como los del mercado de valores.

PREMISAS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Ingresos de actividades ordinarias	65.138	47.811	42.984	-3%	7%	7%	10%	10%
Costo de ventas y producción	63%	67%	63%	57%	58%	58%	58%	58%
Gasto de Ventas	-9%	-14%	-11%	-11%	-11%	-11%	-11%	-11%
Cuentas por Cobrar (CP)	18%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Provisiones	9%	36%	47%	41%	41%	41%	41%	41%
Inventarios	21%	24%	23%	30%	30%	30%	30%	30%
Cuentas por Pagar (CP)	20%	31%	20%	27%	27%	27%	27%	27%

Tabla 29: Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera se mantendrá constante para 2020 con un valor del 2% (valor medio de los 2 últimos años), considerando que con la nueva administración más del 90% de las transacciones de las realizan con el cliente relacionado The Tesalia Springs Company S.A. Este rubro se mantendrá en los años siguientes en función de las ventas proyectadas. La cuenta de inventarios incrementará su participación sobre el total de ventas al 30% a partir del año 2020 por la nueva estrategia, manteniendo su fluctuación en función de las compras. Las cuentas por pagar mantuvieron una tendencia fluctuante en base a las ventas desde el año 2017 por el mayor apalancamiento con proveedores relacionados, por lo que se estima igualmente un incremento en el periodo de proyección a un valor medio del 30%. Cabe señalar que las premisas utilizadas resultan conservadoras frente al promedio histórico y a las proyecciones del estructurador financiero.

ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

Los índices de liquidez, endeudamiento y solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio, tanto históricos como proyectados. Las premisas de la proyección han sido ampliamente estudiadas en párrafos anteriores y los índices escogidos, de entre un amplio universo de razones financieras, corresponden a aquellos que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. consideró como suficientemente representativos de cada una de las características anotadas.

ÍNDICES		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Tipo	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	L	0,84	0,47	1,81	1,48	1,34	1,37	1,39	1,55
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	L	0,42	0,65	0,22	0,27	0,31	0,32	0,35	0,34
Pasivos Totales / Activos Totales	S	0,77	0,83	0,63	0,62	0,63	0,62	0,60	0,58
Deuda Financiera / Pasivos Totales	S	0,80	0,78	0,79	0,79	0,79	0,78	0,77	0,75
Deuda LP / Activos Totales	S	0,43	0,28	0,48	0,44	0,42	0,41	0,38	0,37
EBITDA / Gastos Financieros	S	0,16	0,07	0,72	1,76	1,71	2,44	3,29	4,69
Utilidad Operacional / Ventas	R	(0,03)	(0,07)	0,00	0,09	0,09	0,10	0,11	0,12
Margen Bruto / Ventas	R	0,37	0,33	0,37	0,43	0,42	0,42	0,42	0,42
Utilidad Neta / Patrimonio	R	(0,34)	(0,38)	(0,07)	0,00	0,00	0,03	0,05	0,07

Tabla 30: Índices financieros
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración**: GlobalRatings

LIQUIDEZ

UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A. obtuvo índices de liquidez menores a la unidad en los años 2017 y 2018 por los elevados pasivos que registró la compañía, factor que se atribuye a la transición de la compañía en cuanto a su estructura accionarial, ya que fueron reestructurados los estados financieros en el informe de auditoría del año 2018, y se encontraba en proceso de implementación de la nueva estrategia de distribución. Por lo que, para el año 2019 la situación se revirtió dando resultados superiores a la unidad, evidenciando la eficiencia de la nueva estructura de distribución y costos. Para años posteriores, se estima mantener una liquidez estable siempre mayor a la unidad.

La relación de pasivos corrientes sobre pasivos totales mostró un comportamiento fluctuante en el periodo de estudio, alcanzando un punto máximo del 65% al 2018. Sin embargo, con la reestructuración de la deuda bancaria y su reestructuración al pasivo no corriente, este indicador se redujo al 22% para el año 2019. Conforme se amortice el capital de la deuda financiera, se espera un incremento paulatino de este indicador para años posteriores, considerando plazos de pago de los préstamos financieros al 2030 y de la Emisión de Obligaciones al 2024.

ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Los índices seleccionados demuestran que la compañía se encuentra bien capitalizada y registran una tendencia positiva con los cambios implementados a nivel operacional y estructural. La relación de pasivos sobre patrimonio neto evidencia una tendencia decreciente como consecuencia del incremento de la financiación a través de recursos propios por los incrementos de capital social registrados año tras año. Dicha tendencia proyecta mantenerse para los años posteriores.

En cuanto a la deuda financiera y su participación sobre los pasivos totales, se mantuvo una participación alrededor del 80% por el mayor apalancamiento en entidades financieras, que fueron reestructuradas en el 2019 hacia el largo plazo con mejores condiciones de pago, lo que mejora la condición de la compañía. Se estima que a futuro, conforme se cancelan las obligaciones pendientes, este indicador se reduzca con el tiempo. A consecuencia, la reestructuración de la deuda también actúo sobre el indicador de deuda a largo plazo sobre activos totales, el cual registró una tendencia positiva en el periodo histórico y que planea mantenerse alrededor del 40% para años posteriores.

La cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros fue atípica en el periodo de estudio como consecuencia de las pérdidas registradas y de las reestructuraciones internas de la compañía, lo que elevó la deuda con costo provocando coberturas menores al 100% entre 2017 y 2019. Sin embargo, la compañía cumplió con sus obligaciones financieras y no financieras, lo que evidencia el compromiso que mantiene la alta gerencia. Para los años proyectados, este indicador planea alcanzar valores superiores a 1,50 veces conforme los resultados vayan mejorando con los cambios implementados y con la cancelación de los pasivos con costo que reducirán el gasto financiero con el tiempo.

RENTABILIDAD

Los indicadores de rentabilidad son atípicos en el periodo de estudio por la etapa de transición en la que se encontró la compañía, cambio de administración e implementación de nueva estrategia comercial y de distribución. Como se mencionó anteriormente, estos factores afectaron los resultados al incurrir en gastos de una sola vez como: capacitaciones, implementaciones de estrategias, personal, entre otros; lo que provocó resultados negativos. Asimismo, para implementar dichos cambios requirió de financiamiento con pasivos que elevaron el gasto financiero. Consecuentemente, los índices de rentabilidad no son un indicador claro del desempeño de la compañía al estar distorsionados por los factores mencionados. No obstante, se proyecta a futuro una mejora en costos y gastos que evidentemente provocarán mayores márgenes de ganancia para la compañía.

INDICADORES PROYECTADOS

Los índices proyectados reflejan la estrategia financiera de la empresa y el mejoramiento paulatino de los índices utilizados. La deuda neta mostró una tendencia negativa en el periodo histórico, lo que refleja la reestructuración de la deuda financiera realizada en el año 2019 con la cancelación de préstamos con varias entidades financieras y la apertura de una línea de crédito con plazos de pago hasta 10 años. Esta tendencia estima mantenerse para el año 2024 con cancelaciones paulatina de capital de la Cuarta Emisión de Obligaciones y de los préstamos financieros.

El Flujo Libre de Efectivo fue positivo en los años 2017 y 2018 bajo la operatividad normal, pero alcanzó un valor negativo de USD 5,30 millones en 2019 debido a los pagos en efectivo realizados a proveedores. Estos pagos superiores en efectivo se atribuye a la transición de proveedores, donde la compañía optó por un mayor uso de proveedores relacionados, cancelando saldos por pagar con otros proveedores. No obstante, para años posteriores se estima alcanzar valores positivos superiores a los USD 1,40 millones, coherente con el desempeño normal de la compañía.

La Necesidad Operativa de Fondos mantuvo un comportamiento fluctuante en el periodo analizado. Entre el año 2017 y 2018 este indicador cayó a valores negativos, pero para el 2019 recuperó niveles positivos. Este comportamiento se atribuye al desenvolvimiento de las cuentas por pagar no relacionadas, las cuales tuvieron diversas fluctuaciones por el cambio de administración al enfocarse mayormente en proveedores relacionados. Una vez implementados los cambios, se estima mantener un valor medio de USD 1,50 millones de la Necesidad Operativa de Fondos para años posteriores.

El Servicio de la Deuda tuvo un comportamiento positivo entre el año 2017 y 2019, por el mayor financiamiento de los activos a través de deuda financiera. Este incremento fue aliviado en su totalidad durante el año 2019 con la reestructuración de la deuda bancaria mencionada anteriormente, a través de la

desconcentración y reestructuración de pasivos al largo plazo. Para las proyecciones se estima alcanzar un valores menores a los históricos, considerando las cancelaciones de la línea de crédito y de la Cuarta Emisión de Obligaciones.

La Razón de Cobertura de Deuda fue atípica para los años 2017 y 2018 como consecuencia de las pérdidas operativas registradas, por lo que no es un indicador objetivo de la situación de la compañía. Al 2019 se alcanzó una Razón de Cobertura de Deuda por la mejora de la utilidad operativa, pero aún no reflejaba la realidad al encontrarse en la etapa de transición de la operatividad. No obstante, para las proyecciones se estima un valor medio de Razón de Cobertura de Deuda de 0,96 para el 2024, lo que evidencia que la utilidad operativa más la depreciación permitirá cubrir el servicio de la deuda en dicho periodo.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Deuda Neta	60.215	62.097	50.266	48.836	49.598	49.117	47.873	45.852
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	4.445	8.284	(5.298)	3.895	1.429	2.633	3.355	4.088
Necesidad Operativa de Fondos	12.219	(1.358)	1.487	1.465	1.582	1.695	1.408	1.298
Servicio de Deuda (SD)	2.949	23.087	39.347	4.852	8.267	9.895	10.133	11.255
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	-	-	0,08	1,40	0,85	0,79	0,86	0,88

Tabla 31: Índices de calificación
Fuente: UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.; **Elaboración**: GlobalRatings

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

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 pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN		
FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
Jul-2019	AAA (-)	Global Ratings
Ene-20	AAA (-)	Global Ratings

Tabla 32: Historial de calificación
Fuente: SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

El Informe de Calificación de Riesgos de la Cuarta Emisión de Obligaciones de UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A., ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General

ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2017 Actual	2018 Actual	2019 Actual	2020 Proyectado	2021 Proyectado	2022 Proyectado	2023 Proyectado	2024 Proyectado	MAYO 2019 Interanual	MAYO 2020 Interanual
ACTIVO	**101.179**	**96.646**	**102.679**	**100.585**	**101.635**	**102.808**	**104.279**	**106.122**	**98.976**	**97.335**
ACTIVO CORRIENTE	**27.380**	**24.292**	**25.525**	**24.758**	**26.433**	**28.264**	**30.426**	**32.994**	**24.823**	**21.393**
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.707	168	605	643	625	775	788	828	2.004	2.850
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	11.998	923	699	753	806	862	949	1.044	467	971
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados CP	3.249	13.422	16.351	14.647	15.672	16.769	18.446	20.291	11.784	9.463
Inventarios	8.556	7.646	6.174	7.024	7.661	8.211	8.632	9.260	7.969	6.361
ACTIVO NO CORRIENTE	**73.799**	**72.354**	**77.154**	**75.827**	**75.201**	**74.543**	**73.853**	**73.128**	**74.153**	**75.942**
Propiedades, planta y equipo	61.500	64.478	74.009	74.009	74.009	74.009	74.009	74.009	72.911	73.371
Terrenos	7.532	7.532	7.532	7.532	7.532	7.532	7.532	7.532	-	-
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(7.653)	(9.434)	(11.930)	(12.526)	(13.152)	(13.810)	(14.500)	(15.225)	-	-
Activo intangible	3.952	4.303	4.005	4.005	4.005	4.005	4.005	4.005	-	-
PASIVO	**77.874**	**79.967**	**64.528**	**62.649**	**63.673**	**63.709**	**63.253**	**62.162**	**60.386**	**61.148**
PASIVO CORRIENTE	**32.701**	**52.028**	**14.094**	**16.775**	**19.780**	**20.647**	**22.922**	**23.461**	**17.355**	**11.491**
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	8.335	9.928	5.386	6.312	6.884	7.379	8.173	9.006	6.352	4.807
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	8.335	9.928	5.386	6.312	6.884	7.379	8.173	9.006	6.352	4.807
Obligaciones con entidades financieras CP	14.205	32.077	1.029	4.756	5.256	5.756	5.756	5.756	3.062	1.674
Obligaciones emitidas CP	4.058	3.458	596	-	2.225	2.225	3.725	3.375	2.600	300
PASIVO NO CORRIENTE	**45.173**	**27.938**	**50.434**	**45.874**	**43.893**	**43.062**	**40.331**	**38.700**	**43.031**	**49.657**
Obligaciones con entidades financieras LP	37.452	23.982	42.804	38.048	38.292	39.686	33.930	28.174	40.254	42.089
Obligaciones emitidas LP	6.206	2.748	6.441	6.675	4.450	2.225	5.250	9.375	1.925	6.675
Provisiones por beneficios a empleados LP	437	607	591	591	591	591	591	591	251	263
Pasivo por impuestos no corrientes	1.019	601	560	560	560	560	560	560	601	630
PATRIMONIO NETO	**23.305**	**16.679**	**38.151**	**38.173**	**38.198**	**39.336**	**41.263**	**44.198**	**38.590**	**36.186**
Capital suscrito o asignado	23.026	31.026	55.376	55.376	55.376	55.376	55.376	55.376	55.376	55.376
Aportes para futuras capitalizaciones	8.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ganancias o pérdidas acumuladas	(3.103)	(11.422)	(17.914)	(20.628)	(20.606)	(20.581)	(19.443)	(17.517)	(16.677)	(19.555)
Resultados acumulados por adopción por primera vez NIIF	1.074	1.074	1.074	1.074	1.074	1.074	1.074	1.074	-	-
Ganancia o pérdida neta del periodo	(7.936)	(6.329)	(2.714)	22	25	1.138	1.927	2.935	(2.439)	(1.965)

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2017 Actual	2018 Actual	2019 Actual	2020 Proyectado	2021 Proyectado	2022 Proyectado	2023 Proyectado	2024 Proyectado	MAYO 2019 Interanual	MAYO 2020 Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	65.138	47.811	42.984	41.848	44.778	47.912	52.703	57.974	14.034	12.820
Costo de ventas y producción	41.183	32.075	26.979	23.728	25.882	27.741	30.726	33.857	8.134	7.640
Margen bruto	**23.955**	**15.736**	**16.005**	**18.120**	**18.896**	**20.171**	**21.977**	**24.117**	**5.899**	**5.180**
(-) Gastos de administración	(14.726)	(6.727)	(6.203)	(6.141)	(6.080)	(6.019)	(5.959)	(5.899)	(6.528)	(5.542)
(-) Gastos de ventas	(5.685)	(6.460)	(4.834)	(4.687)	(5.015)	(5.366)	(5.903)	(6.493)	-	-
(-)Otros gastos	(5.255)	(5.871)	(4.759)	(3.473)	(3.717)	(3.977)	(4.374)	(4.812)	-	-
Utilidad operativa	**(1.711)**	**(3.322)**	**209**	**3.819**	**4.085**	**4.809**	**5.741**	**6.913**	**(537)**	**(267)**
(-) Gastos financieros	(4.656)	(4.992)	(4.418)	(3.869)	(4.136)	(3.189)	(2.940)	(2.602)	(1.925)	(1.709)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	(538)	2.047	101	84	90	96	105	116	23	11
Utilidad antes de participación e impuesto	**(6.905)**	**(6.266)**	**(4.108)**	**33**	**38**	**1.716**	**2.906**	**4.427**	**(2.439)**	**(1.965)**
(-) Participación trabajadores	(282)	-	-	(5)	(6)	(257)	(436)	(664)	-	-
Utilidad antes de impuestos	**(7.187)**	**(6.266)**	**(4.108)**	**28**	**32**	**1.459**	**2.470**	**3.763**	**(2.439)**	**(1.965)**
(-) Gasto por impuesto a la renta	(749)	(62)	1.394	(6)	(7)	(321)	(543)	(828)	-	-
Utilidad neta	**(7.936)**	**(6.329)**	**(2.714)**	**22**	**25**	**1.138**	**1.927**	**2.935**	**(2.439)**	**(1.965)**
EBITDA	732	350	3.181	6.791	7.057	7.781	8.713	9.885	629	1.004

RESULTADOS E INDICADORES	2017 Actual	2018 Actual	2019 Actual	2020 Proyectado	2021 Proyectado	2022 Proyectado	2023 Proyectado	2024 Proyectado	MAYO 2019 Interanual	MAYO 2020 Interanual
Deuda Neta	60.215	62.097	50.266	48.836	49.598	49.117	47.873	45.852	45.837	47.889
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	4.445	8.284	(5.298)	3.895	1.429	2.633	3.355	4.088	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	12.219	(1.358)	1.487	1.465	1.582	1.695	1.408	1.298	2.084	2.524
Servicio de Deuda (SD)	2.949	23.087	39.347	4.852	8.267	9.895	10.133	11.255	2.615	6.913
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	-	-	0,08	1,40	0,85	0,79	0,86	0,88	-	-

La calificación otorgada por GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.globalratings.com.ec, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.