INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

INTEROC S.A.

DÉCIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Analista Responsable

Econ. Mario Zambrano

mzambrano@summagrupo.com

Fecha de Comité

29 de abril de 2021

Periodo de Evaluación

Al 28 de febrero de 2021

Contenido

RESUMEN 2

RACIONALIDAD 2

DESCRIPCIÓN DE EMISOR 4

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES 5

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO 6

RIESGO SECTORIAL 11

ANÁLISIS DEL RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE 13

RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL 18

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA 20

ANALISIS DE RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO 24

ANEXOS 28

RESUMEN

Instrumento	Calificación Asignada	Revisión	Calificación Anterior
Décima Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	AA	Actualización	AA

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

Tendencia de la Categoría: Sin tendencia

El presente Informe de Calificación de Riesgos correspondiente a la Décima Emisión de Obligaciones de la compañía INTEROC S.A., es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta Seis Millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 6.000.000,00) para la Décima Emisión; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se asigna la calificación de riesgo AA sin tendencia para la Décima Emisión de Obligaciones en sesión del comité de calificación.

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

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

Mencionamos que CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no es un asesor legal, fiscal o financiero, las calificaciones emitidas son opiniones de ésta y no constituyen una recomendación de inversión, comprar, vender o mantener los valores por parte de los inversionistas, obligacionistas o tenedores de valores en general, además no puede considerarse como una auditoría, solo proporciona una opinión de riesgos de los valores calificados. CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no se hace responsable de la veracidad de la información brindada por el EMISOR.

A fin de precautelar la propiedad intelectual de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. queda expresamente limitada la divulgación pública del contenido de este documento y de los informes o documentos que han derivado de la suscripción de un contrato previo, la divulgación de la documentación e información corresponderá única y exclusivamente entre las partes, es decir, entre LA FIRMA CALIFICADORA y el EMISOR, además de ser incorporada en las plataformas o páginas web que ameriten para el desarrollo del objeto del contrato, en cumplimiento a lo dispuesto por los organismos de control y la normativa vigente de Mercado de Valores, por ningún motivo se podrán realizar copia, duplicado, fotocopias, o reproducción de la información o documentación objeto de la presente prestación de servicios sin previa autorización por escrito de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A., incluso cuando la información sea requerida por terceros relacionados al emisor se necesitará la previa autorización caso contrario no podrá ser considerado como un documento emitido por la Firma Calificadora, pudiendo ejercer las acciones legales que de esta deriven.

RACIONALIDAD

Riesgo del Entorno Económico: Alto

- Las perspectivas de crecimiento económico para el Ecuador son de 3,1% en el 2021 acorde a estimaciones del BCE. El Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial estiman una tasa del 2,5% y el 3,4% respectivamente.
- Los mercados internacionales reaccionaron de manera favorable a los resultados electorales del 11 de abril de 2021. Se espera un escenario de menor polarización social en el corto plazo en función de las posturas de las distintas fuerzas políticas.

- En el corto plazo, las expectativas de recuperación de los ingresos están ligadas al grado de actividad comercial y productiva de los distintos sectores (en contexto de las limitaciones derivadas de la pandemia); así como de la expansión de la demanda agregada.
- La capacidad del Ecuador de generar y acumular activos externos netos se ha visto deteriorada por la coyuntura y las necesidades de liquidez crecientes. Se evidencian problemas estructurales en las finanzas públicas.
- A febrero de 2021, la deuda pública representó el 62,90% del PIB.
- En el contexto del análisis de los principales indicadores monetarios del país, la oferta monetaria y la liquidez del sistema muestran una tendencia creciente.
- Las calificaciones de riesgo soberano para el país se han mantenido estables en el último semestre. El país no presenta desembolsos significativos para el pago de la deuda en el corto plazo. El Gobierno entrante ha manifestado que no existe necesidad de plantear una renegociación de la deuda.
- En el contexto del análisis de los principales indicadores monetarios del país, la oferta monetaria y la liquidez del sistema muestran una tendencia creciente.

Riesgo Posición del Emisor y Garante:

- INTEROC S.A. posee una participación de mercado del 10% en "Otros Cultivos", 26% en el segmento de semillas, y dentro de la división agrícola, en la sección bananos, INTEROC S.A. tiene una participación de mercado de 8%.
- La empresa presenta una diversificación de productos enfocada a distintos nichos de mercado (cultivo de banano, florícolas, sanidad animal, tratamiento de agua, semillas).
- El emisor orienta sus estrategias y actividades de investigación y desarrollo a productos innovadores en los cuales la competencia sea mínima.
- El emisor está relacionado directamente con la ciclicidad de los productos agrícolas lo que produce que en el primer trimestre del año las ventas se reduzcan produciendo perdidas que se recuperan desde el mes de junio. Este es un comportamiento histórico.
- Los 10 principales clientes a febrero de 2021 concentraron el 30,47% de la demanda, evidenciado baja dependencia en su estructura de clientes y, para febrero este porcentaje desciende un poco más hasta 23,67%
- Los 10 principales proveedores para finales de diciembre del 2020 contentaban el 68,96% mientras que, a febrero de 2021, concentran el 78,59% de concentración. Sin embargo, se destaca que los proveedores a finales de 2020 rotaron y para febrero de 2021 el 30% de los principales cambiaron, esto se debe a la ciclicidad del negocio.
- Las ventas presentan un decrecimiento en el periodo enero-febrero 2021; no obstante, la relación comercial existente entre la empresa y los sectores agrícolas, así como la ciclicidad en el giro del negocio, configuran un panorama de recuperación en el último trimestre del periodo.

Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial:

- La estructura accionarial de la empresa se concentra casi totalitariamente en el accionista institucional INTEROC S.A. (Perú), el capital suscrito y pagado de la compañía al corte de la información fue de USD 10,73 millones.
- La junta de accionistas se posiciona en la cima de la estructura corporativa de la empresa, seguida de la presidencia ejecutiva y la gerencia general posteriormente.
- El directorio se reúne bimensualmente a evaluar el desempeño de la empresa y tomar decisiones acordes al crecimiento institucional.
- Los objetivos estratégicos para el 2021 se enfocan en innovación, gestión comercial, registro de nuevos productos y desarrollo de la academia comercial.
- Debido a la importancia del talento humano en el giro del negocio el emisor ha solidificado sus programas de capacitación en salud y seguridad.
- Al corte de la información la empresa ha cumplido con todas sus obligaciones patronales y tributarias.

Riesgo de la Estructura Financiera:

- En febrero de 2021 los activos de la empresa fueron de USD 106,81 millones evidenciándose una variación interanual creciente de 8,30%.
- Las cuentas por cobrar relacionadas muestran una tendencia creciente en el último periodo, cerrando a febrero de 2021 con una cifra de USD 4,04 millones (11,97% del total de cuentas por cobrar).
- Se evidencia una alta participación de la cartera a más de más de 120 días, no obstante, el riesgo asociado se mitiga por el seguro de crédito con el que cuenta la empresa (USD 20 millones).
- A febrero del 2021 la cuenta de inventarios presentó un valor de USD 19,01 millones (decrecimiento del 6% con respecto a febrero de 2020).
- Históricamente Interoc S.A. enfoca su estrategia de fondeo en el largo plazo. Sin embargo, en contexto de las necesidades de financiamiento crecientes por la coyuntura económica, en febrero de 2021 los pasivos corrientes representaron el 74,96% del total de pasivos.
- El EBITDA el cual presenta un deterioro significativo en términos comparativos con los periodos anteriores, dado que los gastos operativos significaron el 48,59% de los ingresos, proporción superior al promedio histórico de los mismos (29,76%). Además, se registró un incremento de un 6,79% en los costos de venta.
- La empresa presentó una pérdida neta de USD 1,36 millones en febrero 2021. El ROA y ROE, considerando resultados acumulados a 12 meses, fueron iguales a -0,30% y -0,91% respectivamente.
- Se estima que las necesidades operativas de fondeo para 2021 serán de USD 31,59 millones, mientras que el fondo de maniobra se calcula por un valor de USD 43,48 millones.
- El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte (febrero de 2021) fue de 1,26; representando un crecimiento con respecto a febrero de 2020 (-0,23).
- El ratio Deuda/Ebitda al corte de la información fue de 6,12, representando un deterioro con respecto a diciembre 2020 (periodo en donde el indicador fue de 5,46).
- Analizando las proyecciones en su conjunto, se evidencia que el emisor presenta niveles de generación de flujo adecuados para redimir el pasivo con costo en el escenario estándar y pesimista I.

Riesgo de Posicionamiento del Valor en el Mercado:

- La empresa cumplió con todas las garantías, resguardos de ley y límites de endeudamiento al corte de la emisión.
- El emisor mantuvo un promedio de liquidez semestral de 1,49 cumpliendo con la normativa; así como un capital de trabajo por USD 25 millones.
- Uno de los riesgos que puede afectar a la empresa en relación con la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados, es el crecimiento de la morosidad de cartera de clientes. Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración; sin embargo, la compañía mantiene una adecuada dispersión de sus ingresos, mitigando de esta manera el mencionado riesgo.
- Entre los riesgos previsibles se consideran factores externos económicos y normativos, imposibilidad de recuperación de cartera, y contracción de sectores relacionados.

DESCRIPCIÓN DE EMISOR

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

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

En el 2001, redefine su modelo empresarial, pasando de ser únicamente distribuidores de multinacionales a formular, producir y comercializar productos con marcas propias. Fruto de este cambio, montan su planta de producción el Km 16,5 vía Daule, desde donde se investigan y desarrollan nuevas formulaciones adaptadas a las necesidades de sus clientes.

Su Sistema Integrado de Gestión engloba prácticas de Calidad, Salud y Seguridad Ocupacional, y está certificado bajo las normas internacionales ISO 9001:2015 y OHSAS 18001:2007. Con un total de 339 empleados al corte de la información, INTEROC S.A. tuvo ventas netas en el 2020 por más de USD 69 millones y, a febrero 2021 de USD 7 millones.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 1. Descripción de la Emisión de Obligaciones

INTEROC S.A.	
DÉCIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	
Monto Aprobado de la Emisión	Hasta USD 6.000.000,00
Monto no Redimido	USD 3.900.000
Resolución de Aprobación	SCVS-INMV-2017-00020150
Junta de Accionistas	12/06/2017
Títulos de las Obligaciones	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Plazo del programa	Clase A: 1,080 días
Rescates Anticipados	No se contemplan rescates anticipados
Contrato Underwriting	No contempla contrato de underwriting
Tipo de Oferta	Pública
Sistema de Colocación	Bursátil
Tasa de Interés	**Clase A:** 10,00 % Fija Anual
Agente Colocador	Atlántida Casa de Valores S.A.
Agente Estructurador y Legal	Atlántida Casa de Valores S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General
Amortización de Capital	Pagos Semestrales
Destino de los Recursos	Sustitución de Pasivos
Representante de Obligacionistas	Mobo Law Firm Cherrez & Proaño Cía. Ltda.
Resguardos Adicionales	Mantener semestralmente la relación pasivo total sobre patrimonio menor o igual a dos puntos cinco (2.5) veces, y también se compromete a mantener semestralmente la relación deuda financiera total sobre patrimonio menor o igual a dos (2) veces, durante el plazo que esté vigente la emisión de obligaciones de largo plazo.
Emisiones en circulación	Sexta Emisión de Papel Comercial; USD 4 millones; Al Vencimiento; Saldo en circulación USD 2.908.000
	Séptima Emisión de Papel Comercial; USD 7 millones; Al Vencimiento; Saldo en circulación USD 7.000.000
	Décima Emisión de Obligaciones; USD 6 millones; Vencimiento: 2022, Saldo en Circulación USD 3.900.000

	Décima Primera Emisión de Obligaciones; USD 10 millones; Vencimiento: 2022, Saldo en circulación USD 2.980.520
	Décima Segunda Emisión de Obligaciones; USD 10 millones; Vencimiento: 2022; Saldo en circulación USD 4.187.500
	Décima Tercera Emisión de Obligaciones; USD 8 millones; Vencimiento: 2023; Saldo en circulación USD 6.000.000
	Décima Cuarta Emisión de Obligaciones; USD 8 millones; Vencimiento: 2025; Saldo en circulación USD 3.456.500

* Razón social anterior "Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL"

Fuente: INTEROC S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

De acuerdo con la normativa vigente[1], los valores emitidos contaran con una Garantía General otorgada por INTEROC S.A. La compañía se compromete también a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.

Al 28 de febrero de 2021, INTEROC S.A. presentó un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de interés equivalente al 44,10% de los Activos de la empresa.

De acuerdo con la información suministrada por la empresa, se estima un crecimiento en ventas del 7% para el periodo 2021 y una utilidad neta esperada de USD 1,87 millones para el periodo en mención.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

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

El 80% del total de Activos menos las deducciones de la normativa fueron de USD 39,96 millones (cupo de la emisión); evidenciando un nivel de cobertura de 1,01 veces sobre el saldo de capital de las obligaciones en circuación, mientras que el indicador Activos libres de gravamen sobre el saldo en circulación es de 2,27 veces, cumpliendo con lo estipulado en la normativa vigente.

Procesos Legales Activos

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

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO

Equilibrio Político e Institucional

La aparición y propagación de la pandemia Covid-19 (coronavirus) en el año 2020 generó efectos negativos en la economía mundial y local (en contexto de la paralización de actividades, emergencia sanitaria y restricciones de movilidad). Estos efectos sumados a la caída en el precio del petróleo, baja certidumbre institucional y los casos de corrupción en el aparato estatal han deteriorado el equilibrio macroeconómico ecuatoriano. Posterior a la reciente elección como presidente de la Republica del Sr. Guillermo Lasso Mendoza y las coyunturales declaraciones de líderes políticos (incluida la oposición) en torno a estos resultados y expectativas de gobernabilidad, se configura un

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

escenario de menor polarización social en el corto plazo. Los mercados internacionales reaccionaron de manera favorable a los resultados electorales del 11 de abril de 2021.

En la actualidad el país se encuentra en un proceso de transición de gobierno. El Presidente de la República electo ha hecho anuncios importantes los cuales se enfocan en cambios institucionales y normativos relevante como lo son: la eliminación de la Secretaría Nacional de Educación Superior Ciencia y Tecnología, eliminación del Consejo de Participación Ciudadana y Control Social (reforma a la Ley de Educación Superior), vacunar a 9 millones de ecuatorianos en los primeros 100 días de gobierno, incremento del salario básico a USD 500, eliminación del impuesto de 2% de utilidades a las ventas de la pequeña y mediana empresa y del impuesto a la salida de divisas (ISD). También se ha anunciado como objetivo del nuevo Gobierno la meta de eliminar por completo el déficit presupuestario del Estado hasta el 2025.

Acorde al último informe del Índice de Progreso Social[2] (2020), Ecuador ocupó el puesto 53/163 disminución de 1 posición respecto al 2019, ubicándose por encima de países de la región como Brasil, Colombia y Perú. La pandemia afectó significativamente a Latinoamérica, afectaciones que se evidenciarán el IPS 2021. En el Ecuador el deterioro del mercado laboral y consecuentemente el incremento de la tasa de desempleo ha sido uno de los principales factores que influencia en el deterioro de las condiciones de vida. A diciembre de 2020, la tasa de desempleo fue de 5,04% mientras que la tasa de subempleo fue de 22,7% (deterioro respecto a diciembre 2019 en donde dichas tasas fueron de 3,8% y 17,8% respectivamente).

Al mes de febrero de 2021 se evidenció un incremento en el desempleo nacional, lo que significó el 5,7% de la Población Económicamente Activa. Se evidenció además al cierre del año 2020 un incremento de la Tasa de Pobreza Multidimensional, la cual se ubicó en 40,2%, mientras que en el 2019 fue de 32,4%. Las expectativas de mejora de las condiciones de vida de la población no son favorables en el corto plazo considerando los problemas institucionales y las complicaciones para mitigar los efectos de la emergencia sanitaria (vacunación lenta de la población). En el mediano y largo plazo se espera una recuperación por los efectos intrínsecos de las dinámicas del ciclo económico (recuperación y expansión de la economía posterior a la recesión).

Acorde al último reporte del Índice de competitividad Global[3] publicado por el Foro económico Mundial, el Ecuador ocupó la posición 93/141 en el Índice de Competitividad Global mejorando 6 posiciones respecto al año 2019. Los fundamentos de mejor posición para Ecuador en el ranking global son infraestructura y apertura de nuevos mercados. El país mejoró su puntaje en el pilar de calificación de la mano de obra. mercado laboral, mercado de productos, emprendimiento y capacidad para innovar. El impacto de la pandemia se evidenciará en el Índice de Competitividad Global 2021.

Perspectivas de Crecimiento y Ciclo Económico

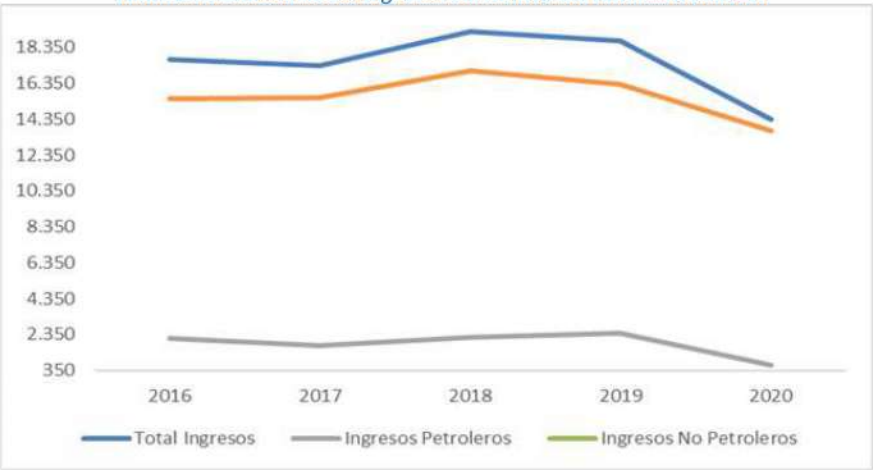
La disminución de la actividad comercial y el consumo afectaron a los ingresos del país en el año 2020. En el análisis histórico se evidencia un decrecimiento constante en los ingresos del Estado desde el año 2016 (exceptuando el año 2018 en donde la variación anual de los ingresos fue de 11,07%) hasta el 2020. En el último periodo fiscal los ingresos del Estado decrecieron en -23,38%. En el análisis diferenciado por ingresos petroleros y no petroleros se observa al cierre del 2020 un decrecimiento de -74,44% y -15,70% respectivamente. El decrecimiento de los ingresos no petroleros se debe a una caída sustancial en el precio del barril de petróleo y paralización de la

[2] Índice de condiciones de vida el cual mide el desempeño de los países en aspectos sociales y ambientales. Permite una evaluación no solo del desempeño absoluto del país, sino también del desempeño relativo en comparación con los pares económicos de un país. El índice considera factores como nutrición y salud, cobertura de servicios, seguridad, acceso a conocimiento, medioambiente, libertad, inclusión y derechos humanos.

[3] The Global Competitiviness Report: How Countries are Performing on The Road to Recovery (Special Edition 2020).

producción en el Ecuador en el mes de abril 2020 como consecuencia de la rotura del Sistema de Oleoductos Trans ecuatorianos (SOTE) y el Oleoducto de Crudos Pesados (OCP). En el corto plazo, las expectativas de recuperación de los ingresos están ligadas principalmente al grado de actividad comercial y productiva de los distintos sectores estratégicos; así como de la expansión de la demanda agregada. El posible alargamiento de la emergencia sanitaria conllevaría a una prolongación de la tendencia de los ingresos evidenciada hasta el momento.

Tabla 2. Evolución de los ingresos corrientes del Gobierno Central



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

El Producto Interno Bruto experimentó las mayores tasas trimestrales históricas de decrecimiento económico en el 2020. Hasta el tercer trimestre del 2019 el PIB mostraba una tendencia creciente en la tasa de variación trimestral, aunque con una desaceleración constante. En el cuarto trimestre de 2019 y primer trimestre de 2020 empezó un decrecimiento de la economía como consecuencia de la contracción del consumo, exportaciones y la formación bruta de capital fijo. La emergencia sanitaria que golpeó al país empezó en el mes de marzo 2020, de la cual se derivaron una serie de factores que agravaron los problemas macroeconómicos existentes, dando como resultado una tasa de decrecimiento del PIB en el segundo trimestre 2020 del -10,9% (variación negativa más significativa en la historia del país desde que existe registro). Posterior a la fuerte contracción económica, en el último semestre de 2020 el PIB presentó una tasa de variación positiva (derivada de una reanudación de actividades y a un *"rebound effect"*).

La economía inicia una fase de expansión, no obstante, su tasa de crecimiento depende de factores exógenos ajenos al natural desenvolvimiento de esta. El Banco Central del Ecuador estima un crecimiento de la economía para el presente año del 3,1% respecto al 2020, mientras que el Fondo Monetario Internacional Estima una tasa del 2,5% y el Banco Mundial 3,4%. El nuevo Gobierno tiene por delante un rol fundamental en las expectativas de crecimiento en el corto y mediano plazo, en concordancia con las políticas públicas que lleve a cabo y la confianza que genere en los mercados nacionales e internacionales. Hasta el momento el bajo grado de certidumbre existente frente a posibles escenarios de gobernabilidad impide efectuar perspectivas robustas sobre el curso económico del Ecuador. Cabe recalcar que a marzo de 2021 no existe una evaluación de datos consolidada del decrecimiento económico del 2020 respecto al 2019 (se proyecta hasta el momento -8,9%).

Equilibrio Externo y Balanza de Pagos

La capacidad del Ecuador de generar y acumular activos externos netos se ha visto deteriorada por la coyuntura y las necesidades de liquidez crecientes frente a los problemas estructurales en las finanzas públicas evidenciados (incremento de la deuda pública/PIB). Las reservas internacionales del país mostraron una tendencia creciente en el año 2020, respondiendo a un manejo responsable

de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Como consecuencia de la agudización de la crisis económica y el incremento del gasto público por la emergencia sanitaria, se ha generado en el primer trimestre del 2021 un decrecimiento de las reservas internacionales del Banco Central. A marzo de 2021 las reservas internacionales fueron de USD 5.779 millones. En lo que respecta a otros indicadores monetarios externos, la inversión extranjera directa mostró una recuperación en el tercer trimestre de 2020 y en 1,96% del PIB para dicho periodo. Por su parte las remesas de igual manera presentaron una tendencia creciente y representaron el 3,94% del PIB. Las expectativas de mejora de los indicadores monetarios externos son favorables de cara al nuevo Gobierno.

El sector exportador ha mostrado estabilidad y no presentó tasas de decrecimiento significativas a pesar de la emergencia sanitaria configurándose como una fortaleza para impulsar el crecimiento de la economía ecuatoriana. Los principales productos exportables siguen siendo el camarón, cacao, banano, enlatados de pescado, productos mineros y flores; sin embargo, cada vez se diversifica más los productos nacionales que tienen presencia en los mercados internacionales. A febrero de 2021, el total de importaciones fue de USD 1.872,5 millones (variación interanual del 3,45%) y las exportaciones petroleras representaron el 34,24%. El principal socio comercial del país continúa siendo Estados Unidos con exportaciones a febrero 2021 por USD 357 millones. El país ha mantenido políticas de apertura de nuevas rutas comerciales. Las expectativas del alza del precio de barril de petróleo configuran un escenario favorable para el Ecuador.

Tabla 3. Precio del Barril de Petróleo WTI

Fecha	Precio petróleo WTI ($)
Marzo 2021	62,33
Febrero 2021	59,04
Enero 2021	52,00
Diciembre 2020	47,02
Noviembre 2020	40,94
Octubre 2020	39,40

Fuente: The Economic Times
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Las importaciones a febrero 2021 muestran una variación anual del 3,1% y un incremento mensual significativo. Los bienes de capital y consumo concentran el porcentaje mayoritario de importaciones del país, seguidos de materias primas y combustibles. El incremento de las importaciones se da por las importaciones no petroleras. Las importaciones petroleras presentaron un decrecimiento interanual a febrero 2021 del -15,39%. La balanza comercial refleja un saldo positivo a febrero 2021 (USD 343,6 millones) y un incremento interanual del 4,95%. Las expectativas de mejorar la balanza comercial son positivas para el país. Se espera que el nuevo Gobierno siga promoviendo e incentivando el comercio internacional en contexto de las declaraciones efectuadas por el presidente electo.

Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público

Existe una tendencia creciente en el endeudamiento público del país a pesar de encontrarse al borde de los márgenes permitidos por La Ley y sobrepasando la sostenibilidad financiera técnica esperada. El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de problemas estructurales en las finanzas públicas. Las calificaciones de riesgo soberano para el país se han mantenido estables en el último semestre. Posterior a una renegociación exitosa de la deuda externa en agosto de 2020, el país mejoró su calificación de riesgos, mismas que lo ubicaban a ecuador antes del acuerdo en mención en posición de default. El país no presenta desembolsos significativos para el pago de la deuda en el corto plazo. El Gobierno entrante ha manifestado que no existe necesidad de plantear una renegociación de la deuda. Se espera que, en el corto plazo, coyunturalmente a la recuperación económica del país y la disminución en las tasas de interés a nivel mundial se mejore la calidad de la deuda soberana.

Tabla 4. Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador

	Cambios en la Calificación de Riesgo Soberana de Ecuador		
Fecha de la calificación	**S&P**	**FITCH**	**MOODY'S**
03/04/2020			La calificación de riesgos baja de Caa1 a Caa3
01/09/2020	La calificación de los bonos soberanos mejora de SD/SD a B-/B		
03/09/2020		Se mejora la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de RD a B-	

Fuente: S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

La deuda pública agregada muestra una tendencia creciente en su comportamiento histórico. A febrero de 2020, esta asciende a USD 63.410 millones. La deuda externa concentra el 71,3% del total de la deuda, y en términos generales ha mantenido su estructura en el tiempo. En el mes de febrero la deuda pública externa se compone de la siguiente manera: 48,15% en préstamos externos (concentrados principalmente en organismos internacionales), 39,50% en bonos emitidos en mercados internacionales, 1,21% en otras cuentas por pagar (pasivos por derechos contractuales intangibles y ventas anticipadas de petróleo), y 1,12% derechos especiales de giro. Por su parte, la deuda pública interna agregada se compone por: 78,5% en títulos de deuda (72,93% bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos), 8,35% en obligaciones con el Banco de Desarrollo del Ecuador, y el porcentaje complementario en obligaciones con el Banco Central del Ecuador y otras cuentas por pagar (seguridad social y obligaciones no pagadas en presupuestos clausurados). Cabe recalcar que con la finalidad de reducir el endeudamiento el Estado ha planteado políticas de austeridad. Para el presente año el presupuesto aprobado asciende a USD 31.949 millones, lo cual significa respecto al 2020 una reducción de USD 3.549 millones.

Analizando los indicadores de endeudamiento público, se observa una tendencia incremental en el ratio deuda pública sobre PIB; sin embargo, se observa un ligero decrecimiento en febrero de 2021 respecto al mes anterior. A febrero de 2021, la deuda pública significó el 62,90% del PIB. El indicador de cuenta corriente sobre PIB, presenta una tendencia creciente desde el segundo trimestre del 2019 hasta el tercer trimestre del 2020, en donde el indicador fue de 5,1%. A la fecha actual, no existe estadística publicada para evidenciar el desarrollo de este ratio en los últimos meses. La cuenta corriente en el cuarto trimestre de 2020 fue de USD 765,8 millones. Las expectativas de mejora de este indicador son favorables en contexto del impulso y proyección que presenta el sector exportador ecuatoriano.

Equilibrio del Sistema Financiero y Monetario

En el análisis de los principales indicadores monetarios del país, la oferta monetaria (M1) mostró una leve tendencia constante en el año 2020. A febrero 2021, la oferta monetaria total del país fue de USD 27.818 millones con un decrecimiento mensual del -0,03% (explicado por la leve disminución de especies monetarias en circulación). En lo que respecta a la liquidez total del sistema (M2) ha mostrado una tendencia creciente constante en los últimos 5 años, en contexto del crecimiento constante de las captaciones de otras sociedades de depósito. A febrero 2021, la liquidez fue de USD 63.199,8 millones.

Para el año 2020 el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC) proyectó una inflación de 0,1%; sin embargo, por contexto de la pandemia la inflación al cierre del periodo fiscal anterior esta fue de -0,93%. Al mes de marzo de 2021, el informe mensual sobre el Índice de Precios al Consumidor muestra una variación anual de -0,83% respondiendo a la contracción de la demanda por los efectos explicados en el presente informe. En el primer trimestre de 2021, las tasas de interés del sistema financiero internacional han tendido a la baja. Desde abril de 2020 a la fecha actual la Tasa de la FED se ha mantenido en 0,25%, misma que se mantendrá hasta la finalización de la pandemia. En el Ecuador hasta el primer trimestre de 2021 las tasas de interés no han sufrido variaciones significativas a pesar de los efectos exógenos que recaen sobre los distintos ejes económicos del país. En el corto plazo se espera que se mantenga la estabilidad y robustez del sistema financiero en contexto de la normativa vigente y resultados obtenidos hasta el momento. Es importante recalcar que el 12 de abril de 2021 (posterior a la proclamación de resultado de los comicios electorales) el riesgo país del Ecuador cayó 345 puntos. Al 15 de abril de 2021 el riesgo país se ubicó en 861 puntos. Cabe recalcar que conjuntamente con Argentina, Ecuador venía mostrando los valores elevados en este aspecto en contraste con el promedio de la región.

La pandemia no solo incrementó las necesidades de financiamiento del sector público, sino también del sector privado. Al cierre del 2020, el sistema bancario mostró una tendencia creciente en sus operaciones y otorgó créditos al sector privado por USD 45.649 millones (incremento anual del 2,50%). A febrero de 2021, los créditos al sector privado continúan con la tendencia creciente cerrando el mes con un monto colocado de USD 45.982 millones. El sistema financiero ecuatoriano sigue mostrando solidez a pesar de la pandemia configurándose como una fortaleza dentro del eje macroeconómico al ser un actor fundamental para impulsar el crecimiento. El cambio de Gobierno y altos funcionarios de entidades estratégicas para el sector, en contexto del proceso de transición que el país atraviesa, será un factor que influirá en las expectativas a corto y mediano plazo del sistema financiero y monetario ecuatoriano.

RIESGO SECTORIAL

Fuerzas competitivas del sector

El sector manufacturero es uno de los más grande de la economía ecuatoriana, suele participar con alrededor del 13% del PIB. Sin embargo, para el 4to trimestre de 2020 su desempeño fue de -6,9% a comparación del año 2019 mismo periodo, pero, con una leve mejora de 0.1% con respecto al crecimiento del 2020 tercer trimestre. Este sector, cuenta con una infraestructura de producción que permite la elaboración de bienes con un mayor nivel agregado y, por ende, cuentan con una ventaja de diferenciación. Este sector se caracteriza también por la amplitud de subsectores y actividades que abarca; por ello, es menester analizar en específico el subsector en el cual se desenvuelve la empresa.

INTEROC S.A. se enmarca en la Industria de Fabricación de Plaguicidas y Otros Productos Químicos de Uso Agropecuario, misma que estuvo conformada en el 2019 por 59 empresas. Analizando la estructura y composición del subsector en el periodo en mención se evidencia una alta concentración por ingresos. Las 5 empresas más representativas del sector acaparan el 79,71% de los ingresos de la industria (figurando INTEROC S.A. como empresa líder), mientras que en el análisis de concentración por ingresos las 10 empresas líderes concentran el 90,49% de la participación. En el 2019 la industria obtuvo ingresos por USD 208,87 millones.

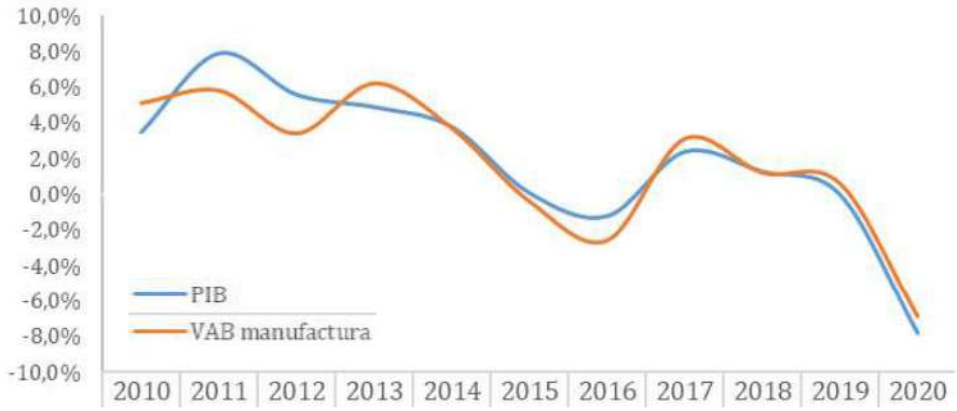
Con respecto a las fuerzas competitivas, el poder de negociación de los clientes es bajo, ya que, a pesar de la poca diferenciación de productos entre competidores, el grado de concentración de las empresas dedicadas a la actividad afecta a los mecanismos de fijación de precios. Es importante destacar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

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

Análisis de los Principales Factores Cíclicos y de Crecimiento del Sector

Desde el 2017 al 2020 el Valor Agregado Bruto (VAB) del sector manufacturero (excepto refinación de petróleo) ha decrecido a una tasa promedio del 0,5%, cifra inferior a las variaciones del PIB durante el mismo periodo. En esta última década, el sector ha mantenido su peso dentro de la economía con una participación entre el 11% y 13% del PIB. Sin embargo, el sector se vio afectado en los años de decrecimiento del PIB debido a su alto grado de correlación, al encontrarse la economía ecuatoriana en decrecimiento, las expectativas del sector no son favorables.

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



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

Con cifras oficiales cercanas al espacio temporal de análisis sobre el comportamiento del tamaño muestral del subsector (fabricación de substancias y productos químicos), los datos del Índice de Producción de la Industria Manufacturera a diciembre de 2020 muestran un crecimiento trimestral en la producción de 0,1% de las empresas relacionadas. Mientras que en lo que respecta a la manufactura de productos químicos esta presentó una variación mensual de 0,91% en septiembre 2020

Analizando las 10 empresas principales en la actividad específica en la cual se desenvuelve INTEROC S.A. (CIIU 2021.01)[4], se evidencia una tendencia creciente de las ventas en el periodo 2017-2019, misma tendencia se evidencia en la utilidad antes de impuestos, depreciación y amortización en el periodo en mención. A diciembre del 2019 el ratio EBITDA/Ventas fue de 8,71%

Tabla 5. Indicadores del Sector

Año	Ventas Miles USD	Δ% Ventas	EBITDA	Δ% EBITDA	EBITDA/Ventas (%)
2017	178	-	14	-	7,93%
2018	183	2,64%	14	-2,39%	7,54%
2019	185	1,40%	16	17,09%	8,71%

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

[4] Interoc S.A., Importadora Industrial Agrícola Del Monte Sociedad Anónima Inmonte, Dupocsa Protectores Químicos Para el Campo S.A., BASF Ecuatoriana S.A., Solagro S.A. Solagremsa, Summit Agro South America Spa, Agroquim C.L., Dr. Agro S.A. Doragro, Espagrotec Especialidades Agrícolas Cia. Ltda.

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

Regulaciones del Sector

El sector de las manufacturas depende del acceso a materias primas y bienes de capital necesarios para su producción. Por lo tanto, las restricciones comerciales como las salvaguardias tienen efectos negativos en este sector. Por otro lado, el desempeño del sector de agroquímicos está estrechamente relacionado con la estructura del sector agrícola y las políticas agrarias.

Desde octubre del 2019, el sector presentó una contracción de 8% con respecto al año anterior. Además, por la crisis sanitaria del país, el Gobierno anunció el 12 de abril de 2020 que las empresas que ganaron más de un millón de dólares aportarán con el 5% de esa utilidad en tres pagos mensuales, este dinero se destinará a una cuenta de asistencia humanitaria. Adicionalmente, el 15 de marzo de 2020 el Ministerio de Trabajo expidió la resolución MDT-2020-077 en donde se estipulan disposiciones referentes a la coyuntura laboral para enfrentar el covid-19. Entre los planteamientos del 15 de marzo se menciona: suspensión de la jornada laboral para las empresas que no puedan efectuar teletrabajo, modificación de la jornada laboral, reducción emergente de la jornada laboral y adopción de medidas de prevención,

El subsector dedicado a la fabricación de químicos se ha paralizado durante la emergencia ya que no fue considerado estratégico por el COE, esto hace que exista una afectación directa de las ventas en los meses de abril y gran parte de mayo. Es importante destacar que el 13 de septiembre de 2020 se finalizó el estado de excepción en el territorio nacional, eliminándose de esta manera las restricciones vigentes hasta el momento. Lo cual ha permitió un pequeño crecimiento del sector manufacturero en general y en la fabricación de substancias y productos químicos.

ANÁLISIS DEL RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE

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

El emisor mantiene vigente la Décima, Décimo Primera, Décimo Segunda, Décimo Tercera Emisión y Décimo Cuarta emisión de Obligaciones y el Sexto y Séptimo Programa de Papel Comercial en el Mercado de Valores. A la fecha de corte de la información INTEROC S.A. presenta saldos de los valores emitidos por USD 30,43 millones.

Posición Competitiva del Emisor

De acuerdo con información presentada por INTEROC S.A. cortada a diciembre 2019, esta posee una participación de mercado del 10% en "Otros Cultivos", 26% en el segmento de semillas, y dentro de la división agrícola, en la sección bananos, INTEROC S.A. tiene una participación de mercado de 8%. En lo que respecta al presente periodo fiscal, la participación de mercado no puede determinarse de manera oportuna y robusta por un efecto de *phasing* de importaciones por parte de la empresa. La empresa presenta una diversificación de productos enfocada a distintos nichos de mercado (cultivos de banano, florícolas, sanidad animal, tratamiento de agua, semillas) que le permite diversificar el

riesgo sistémico provocado por la contracción de determinado subsector agropecuario. INTEROC S.A. cuenta con las certificaciones ISO 9001:2015 y OHSAS 18001:2007.

Las operaciones de la empresa están ligadas con el sector primario de la economía, provocando que sus ventas tengan dos ciclos en donde, el primer trimestre del año presenta perdidas por la disminución en ventas, que se recuperan a partir del mes de junio hasta diciembre, a este corte de información (Febrero – 2021) el emisor se encuentra en temporada baja, siguiendo su comportamiento histórico.

Las ventajas comparativas y competitivas son:

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

Principales Competidores

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

Principales Clientes

Al analizar la estructura de los clientes se evidencia que no existe dependencia de sus principales clientes; sus 10 principales clientes a febrero de 2021 concentraron el 23,67% de la demanda de las ventas de la empresa. Es importante destacar que la empresa concentra mayoritariamente su demanda en clientes del sector privado; no obstante, históricamente el emisor también presenta empresas públicas como clientes ocasionales. INTEROC S.A. pertenece a un grupo empresarial internacional especializado en la fabricación de productos químicos, la integración vertical en la cadena de producción que mantiene la empresa genera la presencia de empresas internacionales relacionadas dentro de sus principales clientes (INTEROC S.A. Colombia) con una participación del 2,06% a la fecha de corte de la información.

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

Tabla 6. Principales Clientes

Cliente	% Participación 2020	% Participación feb-21
AGRIPAC S.A.	5,11%	1,79%
IMPORTADORA Y COMERCIALIZADORA DE A	4,14%	2,83%
EMPRESA PUBLICA DE EXPLORACION Y EX	4,14%	0,00%
FERTILIZANTES DEL PACIFICO FERPACIF	3,19%	5,99%
ALEXIS MEJIA REPRESENTACIONES CIA.	2,83%	3,75%
FERTISA AGIF C.L.	2,53%	3,64%
BRIONES BARRAGAN ERNESTO JASMANY	2,35%	0,00%
AGRICOLA BRIONES BARRAGAN	2,22%	0,00%
DR. AGRO S.A. DORAGRO	2,02%	3,60%
INTEROC S.A. COLOMBIA	1,93%	2,06%
OTROS	69,53%	76,33%
Total	**100,00%**	**100,00%**

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

Principales Proveedores

En lo que respecta a los proveedores del emisor se evidencia una concentración alta en sus principales proveedores para el año 2020. Analizando los 10 principales proveedores de la empresa, concentran el 68,96% de dependencia y se observa un aumento en la participación de los proveedores con respecto a meses siguientes para febrero de 2021, los 10 principales proveedores solo concentran el 78,59%. Sin embargo, se resalta que los proveedores cambian desde finales del 2020 a febrero de 2021, esto se debe a la propia estructura del negocio, que se debe proveer de distintos productos dependiendo de la estación del año en la que se encuentren. Los proveedores de INTEROC S.A. son mayoritariamente del sector externo.

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

Tabla 7. Proveedores

Proveedor	% Participación 2020	% Participación feb-2021
GLYPHOCORP INC	13,70%	0,00%
DOW AGROSCIENCES DE COLOMBIA S.A.	11,44%	11,32%
JEBAGRO GMBH	10,45%	30,80%
ADVANTA SEED INTERNATIONAL	8,51%	0,00%
AMVAC DE COSTA RICA S.R.L.	6,48%	6,75%
JIANGSU UNITED AGROCHEMICAL CO., LT	5,23%	10,73%
NINGBO SUNJOY AGROSCIENCE CO., LTD	4,66%	2,59%
SUMITOMO CHEMICAL CHILE S.A.	3,37%	3,29%
INGREDION ECUADOR S.A	2,59%	3,49%
LIMAGRAIN (THAILAND) CO., LTD.	0,00%	4,54%
PLASTIEMPAQUES S.A.	0,00%	1,89%

PUROLITE CORPORATION	0,00%	3,19%
SHANDONG WEIFANG RAINBOW	2,55%	0,00%
OTROS	31,04%	21,41%
Total	**100,00%**	**100,00%**

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

Perspectivas de Crecimiento de Ventas del Emisor

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

La empresa presentó una tendencia creciente en sus ventas desde el 2017 al 2018, sin embargo, no se ha podido mantener desde esa fecha hasta la actualidad dicho crecimiento anual debido las condiciones macroeconómicas del país ocasionadas por la pandemia. El crecimiento, por el contrario del 2018 al 2019 tuvo un decrecimiento anual de 8,42% y, para el periodo 2019-2020 decreció de igual forma en 7,26%, dada la partición significativa de sus ventas en el por con una concentración significativa en los meses de diciembre. Para el corte de información haciendo un análisis interanual de febrero de 2020 a febrero de 2021, se evidencia un pequeño decrecimiento de 1,60%, lo cual evidencia una ligera recuperación comparado con diciembre 2020.

En el presente año, analizando las ventas de la empresa por línea de negocio, a la fecha de corte de la información, la línea de otros cultivos se posiciona como la línea principal con una participación del 47,65% en el total de las ventas. Se evidencia un decrecimiento de la participación en las líneas de químicos y exportación. A continuación, se presenta la estadística de venta acumulada a 12 meses a la fecha de corte y sus comparativos:

Tabla 8. Estadística de Ventas (cifras en miles)

	Feb-20(12 meses)		2020		Feb-21 (12meses)	
Línea de Negocio	USD	%	USD	%	USD	%
Bananos	8.802	19,03%	11.346	16,26%	11.452	16,44%
Exportación	2.148	4,64%	3.163	4,53%	3.047	4,37%
Otros Cultivos	14.460	31,25%	32.961	47,23%	33.197	47,65%
Químicos	4.341	9,38%	4.461	6,39%	4.300	6,17%
Sanidad Animal	1.631	3,53%	1.461	2,09%	1.376	1,98%
Sierra	10.196	22,04%	9.541	13,67%	9.548	13,71%
Tratamiento de Aguas	4.686	10,13%	6.855	9,82%	6.743	9,68%
Total	**46.265**	**100,00%**	**69.787**	**100,00%**	**69.664**	**100,00%**

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

Para el 2021 la empresa estima un crecimiento del 7% en ventas con respecto al del año pasado. La relación comercial existente entre la empresa y los sectores agrícolas de importancia primaria para el país configuran un panorama de pronta recuperación. Los subsectores agrícolas como el banano con fuerte presencia en el mercado exportador se mantienen en normal desenvolvimiento. Por su parte, la demanda interna de productos en los cuales el emisor enfoca su estrategia de mercado (arroz, maíz, papa) se mantiene estable.

Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio

Tabla 9. Indicadores de Eficiencia y Rentabilidad

		Promedio Industria		INTEROC S.A				
Eficiencia		2018	2019	2018	2019	feb-20	2020	feb-21
Días de cartera	d	138	169	211	228	307	234	190
Días de inventario	d	146	126	156	158	273	141	161
Días de proveedores	d	134	145	125	126	372	257	238
Ciclo de conversión de efectivo	d	150	149	242	260	208	117	113
Utilidad/Ventas	%	1,00%	1,48%	-0,01%	0,41%	-9,26%	0,47%	-0,47%
Ventas /Activo	%	0.88	80,86%	83,37%	72,05%	46,91%	63,39%	65,22%
Margen Bruto / Venta	%	37,00%	34,22%	39,12%	37,25%	42,29%	39,38%	38,84%
ROA	%	1,00%	1,20%	-0,01%	0,29%	-4,35%	0,30%	-0,30%
ROE	%	3,00%	4,59%	-0,02%	0,86%	-12,17%	0,88%	-0,91%

**Información interanual acumulada 12 meses*

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

Analizando los indicadores de eficiencia, los días de cuentas por cobrar presentan una tendencia creciente en el periodo 2018-2020, este deterioro corresponde a una disminución del volumen de ventas (principalmente de aquellos que representan transacciones con liquidez inmediata). Al mes de febrero de 2021 se invirtió la tendencia presentada evidenciándose un decrecimiento del indicador a 116 días. Cabe recalcar que el indicador se encuentra en una posición desfavorable con respecto al promedio de la industria para el 2019. Sin embargo, no se puede concluir la posición del indicador con respecto al año 2020

Hasta diciembre del 2019 la empresa presentó una tendencia creciente en los días de inventario, cerrando el 2019 con 158 días (histórico de la empresa en el promedio del sector), sin embargo; las afectaciones en las actividades comerciales también aumentaron el indicador. A febrero del 2020 los días de inventario fueron de 273 días ubicándose por encima del promedio de la industria. A febrero de 2021 este indicador disminuye hasta 161 días de inventario lo cual indica una mayor rotación del inventario a la fecha de corte.

Los días de cuentas por pagar a la fecha de corte presentó una disminución. En lo que respecta a este indicador, la empresa se encuentra en una posición desfavorable con respecto al sector. Al mes de febrero del 2021 este indicador fue de 238 días. El ciclo de conversión de efectivo mejoró a la fecha de corte, por la mejora de los días de cobro y los días de inventarios, incluso menor a los días de cobro e inventario de la industria de años anteriores.

La empresa presenta riesgos operativos en su línea de producción debido a la volatilidad de los precios de la materia prima utilizada para la elaboración de los bienes finales. Adicionalmente, se debe considerar los riesgos por causas externas (desastres naturales). Con el objetivo de mitigar estos riesgos, INTEROC S.A. cuenta con pólizas de seguro que cubren los ramos de multirriesgo, transporte, vehículos, valores, crédito, RC profesional y D&O con vencimiento al 2022.

Por su parte el margen bruto de la empresa presenta una tendencia decreciente durante el periodo 2017-2020, este decrecimiento se debe al aumento de precios de materia prima (que no puede ser trasladado al cliente de manera inmediata). Los costos representaron en promedio el 61,53% de los ingresos en el periodo en mención (2017-2020). Al mes de febrero del 2021 el margen bruto fue de USD 2,83 millones representando una disminución del 13,05% con respecto al mismo mes del 2020.

La rentabilidad de la empresa se mejora al final del 2020 presentando una ganancia neta de USD 327mil. INTEROC S.A. Sin embargo, para febrero presenta una pérdida de 1,36 millones dado que, los gastos operativos son mayores a la ganancia bruta a la fecha de corte de la información con respecto

a febrero del 2020; mientras que en la utilidad antes de impuestos los resultados presentaron un deterioro en el mismo por el peso que representaron los gastos por amortización en febrero 2021 (USD 38 mil). Finalmente, los indicadores ROA y ROE fueron de -0,30% y -0,91% en febrero de 2021 respectivamente (información acumulada 12 meses); históricamente estos indicadores se han mostrado en una posición favorable con respecto al rendimiento del sector. Sin embargo, para este corte de información estos indicadores y, la ciclicidad de sus ventas, la empresa espera una recuperación de sus indicadores ROA y ROE para los próximos meses.

RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

Evaluación de la Administración y Gobierno de la Corporación

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

Tabla 10. Accionistas

No.	Nombres	Nacionalidad	Capital	%Participación
1	Interoc S.A. (Domiciliada en la Republica de Peru)	Peru	$10.730.610	100,00%
2	Custer Hallett Felipe Antonio	Peru	$ 1,00	0,00%
	TOTAL		10.731	100,00%

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

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

Gobierno de la Corporación

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

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

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

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

Política y Estrategia Corporativa

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

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

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

Al cuarto trimestre 2020, la empresa dio cumplimiento a sus objetivos en el área de innovación (presentó 4 proyectos de formulación aprobados); en el área de gestión comercial presentó un cumplimiento del 100% con la incorporación de la división del banano. Adicionalmente, la empresa consiguió la aprobación de 4 registros de agroquímicos de Agrocalidad. Esto representó un cumplimiento del 100% en los 5 ejes planteados por la compañía.

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

- Difusión de riesgos asociados a puestos de trabajo.
- Toxicidad de agroquímicos.
- Protección respiratoria.
- Contaminación ambiental.
- Atención de emergencias médicas.

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

La empresa mantiene una política de desarrollo e innovación consolidada. Para el 2021 se tiene planificado desarrollar nuevos híbridos de semillas de arroz; así como nuevos acaricidas, fungicidas, herbicidas y nematicidas con mejor rendimiento.

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

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A., realizó el análisis del riesgo con base de los estados financieros auditados con opinión sin salvedades por la firma Moore Stephens & Asociados Cía. Ltda. para los años 2016, 2017 y por la firma BDO Ecuador Cía. Ltda. para el 2018 y 2019. Adicionalmente, se utilizó información interna de la empresa INTEROC S.A. con corte al 28 de febrero de 2021.

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

Tabla 11. Estructura Financiera (miles de dólares).

Periodo	Industria	2018	2019	feb-20	2020	feb-21	PROMEDIO 2018-2020
Activo	22.937	98.555	104.446	98.620	110.099	106.809	104.367
Pasivo	16.939	64.451	68.796	63.393	73.071	71.043	68.772
Patrimonio	5.998	34.104	35.651	35.228	37.028	35.765	35.594
Ventas	18.546	82.167	75.249	46.265	69.787	69.664	75.734
Margen Bruto	6.346	32.141	28.031	19.563	27.480	27.055	29.217
EBITDA	1.615	6.607	6.460	-846	6.432	5.721	6.499
EBIT	560	5.096	5.192	-1.467	5.201	4.490	5.163
EAT (Utilidad o Pérdida del periodo)	759	-8	305	-4.286	327	-325	208
Utilidad/ Venta	1,48%	-0,01%	0,41%	-9,26%	0,47%	-0,47%	0,29%
Ventas / Total Activos	0,81	0,83	0,72	0,47	0,63	0,65	0,73
Total Activos / Patrimonio	3,82	2,89	2,93	2,80	2,97	2,99	2,93
ROA	1,20%	-0,01%	0,29%	-4,35%	0,30%	-0,30%	0,19%
ROE	4,59%	-0,02%	0,86%	-12,17%	0,88%	-0,91%	0,57%
NOF/VENTAS	0,47	0,67	0,72	0,66	0,45	0,43	0,61
FM/VENTAS	19,90%	59,48%	54,96%	93,22%	61,55%	59,85%	58,66%
FM/NOF	0,42	0,83	0,76	1,42	1,38	1,41	0,99
Ebitda/ Gasto Financiero	2,13	1,89	1,48	-0,23	1,40	1,26	1,59
Deuda/ Ebitda	2,73	6,48	7,41	-33,89	5,46	6,12	6,45

**Información interanual acumulada 12 meses*

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

Estructura Financiera

A diciembre del 2019 los activos de la empresa presentaron un valor de USD 104,45 millones, mostrando una tendencia creciente constante desde el 2017. Las cuentas que mayor peso tienen en los activos son clientes e inventarios. De manera detallada, los activos corrientes componen en promedio el 80,49% del total de activos. INTEROC S.A. presenta activos intangibles acorde al giro de negocio, mismos que presentaron un valor de USD 3,67 millones en diciembre de 2019. Para el 2020 los activos corrientes siguen con tendencias positiva sostenida por el aumento de la cuenta efectivo a pesar de experimentar una reducción de su cuenta clientes e inventarios. Al mes de febrero del 2021 el total de activos fue de USD 78,25 millones.

En lo que respecta a las cuentas por cobrar, estas se concentran principalmente en clientes comerciales; sin embargo, la cartera de clientes relacionados representa en promedio el 10, 24% del

total de activos financieros. Cabe destacar que las cuentas por cobrar relacionadas muestran una tendencia creciente interanual de 2,70%, a febrero de 2021 con una cifra de USD 4,04 millones (10,58% de las cuentas por cobrar). Al corte de la información las cuentas por cobrar fueron de USD 38,20 millones y se concentran en un 50,58% en cartera por vencer (49,42% de la cartera esta vencida). Si bien es cierto que la empresa ha manejado históricamente días de cartera elevados, existe un riesgo de no recuperar las cuentas por cobrar en mención dadas la complicada coyuntura económica que atraviesa la región. Es importante mencionar que el riesgo de recuperación de cartera se mitiga por el seguro de crédito con el que cuenta el emisor (valor asegurado de USD 20 millones).

Los inventarios de la empresa presentan un decrecimiento del 19,77% a diciembre del 2020 con respecto a 2019, explicado por la disminución constante de las ventas mensuales, lo cual modificó la planificación de la empresa en este sentido. A febrero del 2021 la cuenta de inventarios presentó un valor de USD 19,06 millones (decrecimiento del 6% con respecto a febrero de 2021), esta variación se debe principalmente al decrecimiento inesperado de las actividades comerciales por los efectos de la pandemia coronavirus.

El activo fijo de la empresa presenta una tendencia decreciente de forma interanual de febrero de 2020 a febrero de 2021, donde el valor del mismo fue de USD 28,55 millones. Al corte de la información, la empresa posee activos intangibles por un valor de USD 3,94 millones.

En lo que respecta a los pasivos de la empresa, estos presentan una tendencia creciente de forma constante en aproximadamente 6%; no obstante, para febrero de 2021 se evidencia un crecimiento interanual mucho mayor a este promedio (12,07%). Históricamente la empresa ha enfocado su estrategia de fondeo en el largo plazo; sin embargo, en contexto de las necesidades de financiamiento crecientes por el difícil momento que atravesó el país, en febrero de 2021 los pasivos corrientes representaron el 74,96% del total de pasivos. Dentro de los pasivos corrientes sobresalen los pasivos sin costo, y con costo que representan el 26,31% y 18,21% sobre el total de activos respectivamente. Al mes de febrero de 2021, estas obligaciones financieras a corto plazo presentaron un valor de USD 19,44 millones.

Por su parte, los pasivos no corrientes mostraron un decrecimiento del 12,15% en febrero de 2021 con respecto al mismo mes del 2020. Este decrecimiento se explica por las variaciones en el pasivo con costo a largo plazo, mismo que fue de USD 15,56 millones al corte de la información. Finalmente, en lo que respecta al estado de situación, el patrimonio de la empresa fue de USD 35,76 millones en febrero de 2021, significando un crecimiento del 1,53% con respecto al mismo mes del 2020. Los resultados acumulados al corte de información representan el 106,75% de decrecimiento del total de patrimonio; y fueron de USD -1,26 millones esto se debe a la propia ciclicidad del negocio, recordando que para febrero de 2020 esta cuenta fue negativa y, que para finales del 2020 obtuvo resultados positivos.

Estado de Resultados

Los ingresos de la empresa presentaron un decrecimiento del 7,26% en el comparativo de los años 2019 y 2020; mientras que realizando el mismo análisis entre febrero de 2020 y febrero de 2021 se evidencia un decrecimiento de los ingresos de 1,6%. Estos decrecimientos en los ingresos se deben a afectaciones comerciales por los efectos de la emergencia sanitaria, así como el retraso en la llegada del invierno (lo que afecta a las expectativas de la demanda de la empresa). Además, es importante mencionar que las ventas tienden a tener su pico en el último trimestre del año (factor relacionado a la temporalidad climática).

El margen bruto en términos proporcionales presenta un deterioro al corte de la información (febrero 2021), al igual que la EBITDA la cual presenta un deterioro significativo en términos comparativos con los periodos anteriores, porque los costos de ventas representan más del 60% de los ingresos, además, que los gastos operativos significaron el 48,59% de los ingresos, proporción

superior al promedio histórico de los mismos (29,97%). Por su parte, la depreciación interanual disminuyó en 4,62%.

Los resultados EBIT presentan un deterioro en los últimos dos años con un valor de USD 1,59 millones a diciembre de 2020. Adicionalmente, en el comparativo de febrero en los dos últimos periodos la EBIT continua con la tendencia negativa pasando de USD -245 mil a USD -956 mil. Los gastos financieros de la empresa tienen un rol fundamental en la explicación de la utilidad neta deteriorada presentada por el emisor al corte de la información. En proporción a los ingresos, los gastos financieros en febrero de 2021 se contrajeron en 8,09% con respecto a febrero de 2020; cifra inferior al promedio histórico (10,58%); en este periodo los gastos mencionados fueron de USD 563 mil a pesar, de haber disminuido no fue suficiente como para evitar obtener un EBIT más negativo que el de febrero de 2020.

La empresa presenta un deterioro de la utilidad neta del ejercicio en el análisis histórico, con un valor de USD 327 mil a diciembre de 2020 y una pérdida de USD 1,36 millones en febrero de 2021. Realizando un análisis retrospectivo se observa que el emisor registro pérdidas netas en los primeros trimestres del año por el ciclo del negocio; resultados que se recuperan en el último trimestre del año. INTEROC S.A. no presenta otros resultados integrales.

Adecuación de las Finanzas a Corto Plazo

Las necesidades operativas de fondeo representan los recursos necesarios para financiar las operaciones habituales de la empresa. Para el año 2020 estás se ubicaron en USD 31,56 millones y fueron inferiores a las necesidades operativas de fondo del año anterior 2019 que fueron de USD 54,16 millones, decrecimiento originado un incremento de los pasivos a corto plazo y reducción de los inventarios. Se estima que las necesidades operativas de fondeo para 2021 serán de USD 30,5 millones, dicha estimación se fundamenta en los supuestos proporcionados por la empresa, así como el rendimiento y correlación del negocio con la economía. Se espera un decrecimiento de los clientes por las afectaciones en las actividades comerciales; así como un aumento de la cuenta de inventarios, por las variaciones en los días de inventarios.

Por otra parte, el fondo de maniobra de la compañía, definido como los recursos de largo plazo disponibles para financiar las NOF, al año 2020 se ubicaron en USD 43,48 millones. Para el año siguiente, bajo las perspectivas de crecimiento de la economía y la empresa estas se calculan por un monto de USD 45,96 millones.

Al realizar el análisis de FM/NOF se observa un indicador mayor a uno por lo que la empresa no necesita de financiamiento adicional al menos hasta el 2021; no obstante, es de mencionar que el capital de trabajo promedio manejado por la empresa a febrero de 2021 es de USD 25 millones, además a febrero de 2020 este indicador fue de USD 26,82 millones así que presenta una tendencia creciente.

Apalancamiento Financiero

Analizando el indicador de total de activos sobre patrimonio se evidencia una tendencia constante en el análisis histórico de los datos. A la fecha de corte de la información este fue de 2,99 veces reflejando que la organización por cada dólar de patrimonio no cubre en su totalidad los activos. Sin embargo, con respecto a la industria se encuentra en una posición favorable ya que, la ratio de la industria para el 2019 es de 3,82 y para el mismo periodo el apalancamiento es de 2,93.

El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte fue de -1,51 y lo cual implica dificultades para cubrir sus gastos financieros; representando un decrecimiento marcado con respecto a febrero de 2020 (-0,23). Como se mencionó en párrafos anteriores, el peso de los gatos financieros, así como el deterioro y ciclicidad de las ventas son factores fundamentales para explicar dicho resultado. En este sentido la empresa se encuentra en una posición desfavorable con respecto al sistema.

Por su parte, la ratio Deuda/Ebitda al finalizar el año 2020 fue de 5,45, representando una mejoría con respecto a diciembre de 2019 (periodo en donde el indicador fue de 7,4). Históricamente, esta ratio presenta una tendencia creciente y se ubica en una posición favorable con respecto al rendimiento del sector (información del sector con corte al 2019).

Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la siguiente tabla. Estos supuestos se basan en el rendimiento histórico del sector, su relación con la tasa de crecimiento económico del país y los sectores relacionados. Las estimaciones de crecimiento para el Ecuador (de acuerdo con estimaciones de entidades internacionales como Goldman Sachs y Banco mundial) bordean un valor de 3,10% en el mejor de los escenarios.

Tabla 12. Supuestos

SUPUESTOS						
ESCENARIO	AÑO	Crecimiento en Ventas	Días de Cobro	Días de Inventario	Días de Proveedores	Opex/Ventas
ESTÁNDAR	2021	3,10%	211	150	238	28,01%
	2022	2,00%	211	150	238	28,01%
	2023	2,00%	211	150	238	28,01%
	2024	5,00%	211	150	238	28,01%
	2025	5,00%	211	150	238	28,01%
PESIMISTA I	2021	2,99%	218	155	230	28,01%
	2022	1,93%	218	155	230	28,01%
	2023	1,93%	218	155	230	28,01%
	2024	4,83%	218	155	230	28,01%
	2025	4,83%	218	155	230	28,01%
PESIMISTA II	2021	2,94%	222	157	226	28,01%
	2022	1,90%	222	157	226	28,01%
	2023	1,90%	222	157	226	28,01%
	2024	4,74%	222	157	226	28,01%
	2025	4,74%	222	157	226	28,01%

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

Con base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre bajo cada uno de los escenarios. En el escenario estándar se obtuvo un flujo de caja libre de USD 7,18 millones para finales de este año. Adicionalmente se evidencia un nivel cobertura de los gastos financieros mediante el flujo de 3,03 que indica cobertura de deuda y de intereses sobre la deuda. Se concluye que el emisor presenta buena capacidad de pago y cobertura en el corto, mediano y largo plazo.

Tabla 13. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Estándar (miles de dólares)

ESCENARIO PESIMISTA II						
	2021	2022	2023	2024	2025	Promedio
Crecimiento Ventas %	3,10%	2,00%	2,00%	5,00%	5,00%	3,03%
Ventas	71.951	73.390	74.857	78.600	82.530	74.699
Ciclo de Conversión de Efectivo	123	123	123	123	123	123
Margen Bruto / Ventas	60,62%	60,62%	60,62%	60,62%	60,62%	60,62%
EBITDA / Ventas	11,37%	11,37%	11,37%	11,37%	11,37%	11,37%
Flujo de Caja Libre (FCL)	7.186	5.547	5.658	4.853	5.096	5.811
FCL/Gastos Financieros	3,03	2,47	2,70	2,42	2,66	2,65
Deuda/FCL	3,99	4,75	4,22	4,60	4,06	4,39

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

En el escenario Pesimista I se obtuvo un flujo de caja libre de USD 4,14 millones. Adicionalmente se evidencia un nivel cobertura de los gastos financieros mediante el flujo de 1,60. Se concluye que el emisor presenta una capacidad de los gastos financieros y cobertura en el corto plazo. Sin embargo, en el mediano se observa una mejora en dicha capacidad. Además, de una mejora de la cobertura en para el 2022

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

ESCENARIO PESIMISTA I						
	2021	2022	2023	2024	2025	Promedio
Crecimiento Ventas %	2,99%	1,93%	1,93%	4,83%	4,83%	2,92%
Ventas	71.875	73.263	74.677	78.280	82.058	74.524
Ciclo de Conversión de Efectivo	143	143	143	143	143	143
Margen Bruto / Ventas	60,62%	60,62%	60,62%	60,62%	60,62%	60,62%
EBITDA / Ventas	9,62%	9,62%	9,62%	9,62%	9,62%	9,62%
Flujo de Caja Libre (FCL)	4.149	5.503	5.609	4.741	4.970	5.000
FCL/Gastos Financieros	1,60	2,18	2,35	2,05	2,22	2,05
Deuda/FCL	7,66	5,37	4,86	5,47	4,94	5,84

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

Por otra parte, en el escenario Pesimista II se obtuvo un flujo de caja libre deficitario de USD 2,63 millones. Adicionalmente se evidencia que la empresa presentaría un nivel cobertura de los gastos financieros mediante el flujo de 0,99. Se concluye que el emisor no presenta capacidad de pago y cobertura en el corto plazo del capital de la deuda actual, pero, aun puede cumplir con la cobertura de los intereses; no obstante, a partir del 2022 se evidencia una mejora en la capacidad de pago.

Tabla 15. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista II

ESCENARIO PESIMISTA II						
	2021	2022	2023	2024	2025	Promedio
Crecimiento Ventas %	2,94%	1,90%	1,90%	4,74%	4,74%	2,87%
Ventas	71.837	73.199	74.587	78.121	81.823	74.436
Ciclo de Conversión de Efectivo	153	153	153	153	153	153
Margen Bruto / Ventas	60,62%	60,62%	60,62%	60,62%	60,62%	60,62%
EBITDA / Ventas	11,37%	11,37%	11,37%	11,37%	11,37%	11,37%
Flujo de Caja Libre (FCL)	2.632	5.482	5.586	4.689	4.911	4.597
FCL/Gastos Financieros	0,99	2,13	2,33	2,05	2,26	1,88
Deuda/FCL	12,48	5,50	4,88	5,41	4,74	7,07

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

Analizando las proyecciones en su conjunto, se evidencia que el emisor presenta niveles de generación de flujo adecuados para redimir el pasivo con costo en el escenario estándar, mismo que acorde a las expectativas del sector y la economía en su conjunto es el más robusto. Es importante señalar que, analizando el comportamiento de las ventas acumuladas de enero a febrero de 2020, y de enero a febrero 2021, se evidenció un decrecimiento del 1,6% de las ventas. No obstante, se debe recalcar la ciclicidad en el giro del negocio convirtiéndose el último trimestre del año el periodo en donde la empresa registra un pico de ventas pronunciadas.

En este contexto INTEROC S.A. espera un crecimiento de ventas del 7%. Sin embargo, la Calificadora se mantiene en una posición conservadora dados los factores exógenos explicados en el presente informe, por lo cual se estipula un crecimiento que sigue al crecimiento del país.

ANALISIS DE RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

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

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

1. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
    a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1) a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
    b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo
2. No repartir dividendos mientras existan valores-obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Posicionamiento del Valor en el Mercado

El Informe Bursátil Mensual sobre las negociaciones a nivel nacional presentado por la Bolsa de Valores de Quito, con información cortada al 31 de marzo de 2021 muestra que durante el mes de enero a marzo 2021 se negoció un total de USD 3.454.561 miles, correspondientes a la suma de USD 3.446.026 miles en valores en renta fija y USD 8.532 miles en valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta en el mes de marzo de 2021, en renta fija el 6,80% de los valores corresponden a papel comercial y el 2,69% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 333 emisores inscritos, de los cuales 177 pertenecen a la provincia del Guayas y 105 a la provincia de Pichincha, siendo las provincias con la mayor cantidad de emisores. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos son el 30% del sector comercial, un 26% del sector industrial y 13% de servicios.

Liquidez de los valores

Al analizar los indicadores de liquidez, se evidencia una liquidez corriente al mes de febrero de 2021 de 1,50. La liquidez corriente presenta una tendencia constante en el análisis histórico de datos. El promedio semestral de liquidez a la fecha de corte de la información fue de 1,49 cumpliendo de esta manera con la normativa establecida. Por su parte el capital de trabajo fue de USD 25 millones al corte de la información; no obstante, se evidencia una tendencia decreciente del indicador. Por su parte, la prueba ácida presento un valor de 1,11 al mes de febrero del 2021, evidenciándose un leve deterioro con respecto al mismo mes del del 2020.

El indicador de presencia bursátil [5]permite medir la liquidez tanto de valores de renta fija y variable, es decir, que puede ser utilizado para identificar que tan frecuente es la negociación de ese valor en el mercado secundario. En el periodo de junio de 2020 a marzo de 2021 la presente emisión no registra transacciones en el mercado secundario.

[5] Indicador Presencia Bursátil: No. de días negociados en el mes / No. de ruedas en el mes.

La calificadora opina que por tratarse de un indicador de transacciones en el mercado secundario en donde el dinamismo de transacciones es mínimo, el mismo no refleja la real liquidez de los valores. Por otro lado, se puede decir que la calificación de riesgos es uno de los factores decisivos en la liquidez de los valores emitidos en el mercado bursátil.

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

Tabla 16. Garantías y Resguardos de Ley

Componentes de Análisis del posicionamiento del valor en el mercado		Industria 2019	2017	2018	2019	feb-21
1	Liquidez Corriente	1,31	1,96	1,53	1,49	1,47
2	Endeudamiento Patrimonial	2,82	1,89	1,93	1,97	1,99
Garantía o Protecciones Ofrecidas a la fecha de corte de Información						
Cumple	Garantía General	Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen Activos Libre de Gravamen no superior al 80%				44,10%
Cumple	Resguardos de Ley	1. La razón de liquidez o circulante, promedio semestral				1,49
		2. Los Activos Reales sobre los Pasivos, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo				2,268
Cumple	Resguardos Adicionales	Mantener semestralmente la relación pasivo total sobre patrimonio menor o igual a dos puntos cinco (2,5) veces				1,49
Cumple		Mantener semestralmente la relación deuda financiera sobre patrimonio menor o igual a dos (2) veces				0,98

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

Límite de Endeudamiento

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

Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Los Activos que respaldan la Décima Emisión de Obligaciones corresponden a documentos y cuentas por cobrar a largo plazo

- Uno de los riesgos que puede afectar a la empresa en relación con la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados, es el crecimiento de la morosidad de cartera de clientes. Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración; sin embargo, la compañía mantiene una adecuada dispersión de sus ingresos, mitigando de esta manera el mencionado riesgo.
- El manejo de las políticas de crédito de la empresa, de no ser correctamente administradas podría generar irregularidades en las previsiones de pago.
- Posible incremento en la provisión de Cuentas Incobrables, lo que disminuiría la Cartera, que es uno de los activos que respaldan la emisión.

Consideraciones de riesgos cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Las cuentas por cobrar relacionadas al 28 de febrero de 2021 presentaron un saldo de USD 4 millones. El posible riesgo asociado a esta cuenta, es el crecimiento en sus índices de morosidad lo que afectaría la capacidad de pago del emisor. El detalle de las cuentas relacionadas comerciales se muestra a continuación:

Tabla 17. Detalle de saldos con compañías relacionadas

Detalle de Cuentas por Cobrar Relacionada		
Nombre	**al 28.02.2021**	**TIPO**
INTEROC PERU S.A.	200.000,01	RELACIONADA COMERCIAL
INTEROC S.A. COLOMBIA	680.306,82	RELACIONADA COMERCIAL
INTEROC S.A. COSTA RICA	1.583.287,17	RELACIONADA COMERCIAL
INTEROCUSTER COMERCIALIZADORA DE BOLIVIA S.A.	1.578.953,21	RELACIONADA COMERCIAL

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

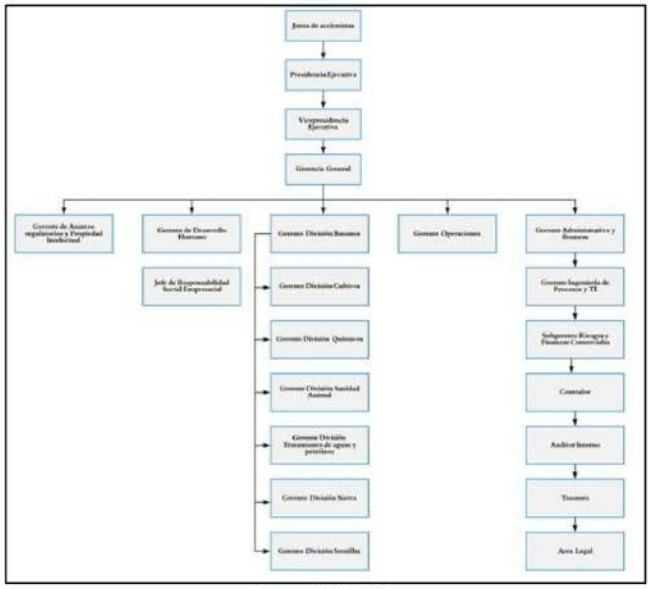
Riesgos Previsibles en el Futuro

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

Firmado electrónicamente por: NATALIA ESTEFANIA CORTEZ MONTOYA		Firmado electrónicamente por: MARIO AMADO ZAMBRANO VERA
Ing. Natalia Cortez **Gerente General**		Econ. Mario Zambrano **Analista**

ANEXOS

Gráfico 2. Organigrama General de INTEROC S.A.



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

Tabla 18. Estado Situación Financiera (Expresado en Miles)

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA							ANALISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2017	2018	2019	feb-20	2020	feb-21	2017	2018	2019	2020	feb-21	2017-2018	2018-2019	2019-2020	feb20-feb21
TOTAL ACTIVOS	**85.985**	**98.555**	**104.446**	**98.620**	**110.099**	**106.809**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	**14.62%**	**5.98%**	**5.41%**	**8.30%**
ACTIVO CORRIENTE	**72.958**	**78.204**	**75.953**	**69.596**	**81.637**	**78.252**	**84.85%**	**79.35%**	**72.72%**	**74.15%**	**73.26%**	**7.19%**	**-2.88%**	**7.48%**	**12.44%**
Efectivo	2.158	2.507	2.412	3.198	5.533	7.510	2.51%	2.54%	2.31%	5.03%	7.03%	16.18%	-3.79%	129.40%	134.80%
Clientes	43.066	48.095	47.755	39.410	45.283	36.851	50.09%	48.80%	45.72%	41.13%	34.50%	11.68%	-0.71%	-5.18%	-6.49%
Inventarios	18.279	21.682	20.667	20.281	16.580	19.065	21.26%	22.00%	19.79%	15.06%	17.85%	18.62%	-4.68%	-19.77%	-6.00%
Otros Activos Corrientes	9.456	5.920	5.118	6.707	14.240	14.826	11.00%	6.01%	4.90%	12.93%	13.88%	-37.39%	-13.54%	178.22%	121.05%
ACTIVO NO CORRIENTE	**13.026**	**20.351**	**28.493**	**29.024**	**28.462**	**28.557**	**15.15%**	**20.65%**	**27.28%**	**25.85%**	**26.74%**	**56.23%**	**40.01%**	**-0.11%**	**-1.61%**
Activos Tangibles	7.132	10.253	10.212	10.163	9.632	9.580	8.29%	10.40%	9.78%	8.75%	8.97%	43.77%	-0.41%	-5.67%	-5.73%
Activos Intangibles	4.635	3.961	3.673	3.600	4.004	3.946	5.39%	4.02%	3.52%	3.64%	3.69%	-14.53%	-7.28%	9.01%	9.64%
Otros Activos No Corrientes	1.260	6.136	14.609	15.262	14.826	15.030	1.47%	6.23%	13.99%	13.47%	14.07%	387.07%	138.07%	1.48%	-1.52%
TOTAL PASIVOS	**55.108**	**64.451**	**68.796**	**63.393**	**73.071**	**71.043**	**64.09%**	**65.40%**	**65.87%**	**66.37%**	**66.51%**	**16.96%**	**6.74%**	**6.21%**	**12.07%**
PASIVO CORRIENTE	**43.488**	**40.001**	**49.782**	**43.139**	**54.816**	**53.251**	**50.58%**	**40.59%**	**47.66%**	**49.79%**	**49.86%**	**-8.02%**	**24.45%**	**10.11%**	**23.44%**
Pasivo sin Costo CP (Proveedores)	18.473	17.335	16.539	27.570	30.239	28.185	21.48%	17.59%	15.83%	27.47%	26.39%	-6.16%	-4.59%	82.84%	2.23%
Pasivo con Costo CP (Bancarias+Obligaciones)	23.171	20.921	31.908	10.569	19.012	19.448	26.95%	21.23%	30.55%	17.27%	18.21%	-9.71%	52.52%	-40.42%	84.01%
Provisiones CP	160	1.616	1.205	0	0	0	0.19%	1.64%	1.15%	0.00%	0.00%	911.25%	-25.42%	-100.00%	
Otros Pasivos sin Costo CP	1.685	129	130	5.000	5.565	5.618	1.96%	0.13%	0.12%	5.05%	5.26%	-92.36%	1.19%	4168.93%	12.35%
PASIVO NO CORRIENTE	**11.619**	**24.451**	**19.013**	**20.254**	**18.255**	**17.793**	**13.51%**	**24.81%**	**18.20%**	**16.58%**	**16.66%**	**110.43%**	**-22.24%**	**-3.99%**	**-12.15%**
Pasivo sin Costo LP	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%				
Pasivo con Costo LP (Bancarias+Obligaciones)	9.751	21.903	15.960	18.114	16.087	15.560	11.34%	22.22%	15.28%	14.61%	14.57%	124.61%	-27.13%	0.79%	-14.10%
Otros Pasivos con Costo LP	1.747	2.062	2.067	2.140	2.168	2.232	2.03%	2.09%	1.98%	1.97%	2.09%	18.03%	0.27%	4.87%	4.32%
Provisiones LP	122	486	986	0	0	0	0.14%	0.49%	0.94%	0.00%	0.00%	300.23%	102.81%	-100.00%	
PATRIMONIO NETO	**30.877**	**34.104**	**35.651**	**35.228**	**37.028**	**35.765**	**35.91%**	**34.60%**	**34.13%**	**33.63%**	**33.49%**	**10.45%**	**4.54%**	**3.86%**	**1.53%**
Capital	10.731	10.731	10.731	10.731	10.731	10.731	12.48%	10.89%	10.27%	9.75%	10.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Reserva	3.583	3.733	3.891	4.785	4.941	4.941	4.17%	3.79%	3.73%	4.49%	4.63%	4.19%	4.21%	27.00%	3.26%
Otros resultados Integrales	0	3.124	3.124	20.323	19.798	21.356	0.00%	3.17%	2.99%	17.98%	20.00%		0.00%	535.71%	5.09%
Resultados Acumulados	16.564	16.516	17.905	-611	1.558	-1.263	19.26%	16.76%	17.14%	1.42%	-1.18%	-0.29%	8.41%	-91.30%	106.75%
Resultados del Ejercicio	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%			

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

Tabla 19. Estado de Resultados (Expresado en Miles)

ESTADO DE RESULTADOS EMISOR							ANALISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2017	2018	2019	feb-20	2020	feb-21	2017	2018	2019	2020	feb-21	2017-2018	2018-2019	2019-2020	feb20-feb21
INGRESOS	**79.864**	**82.167**	**75.249**	**7.711**	**69.787**	**7.587**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**2,88%**	**-8,42%**	**-7,26%**	**-1,60%**
COSTO VENTA	49.414	50.027	47.218	4.450	42.307	4.752	61,87%	60,88%	62,75%	60,62%	62,63%	1,24%	-5,61%	-10,40%	6,79%
GANANCIA BRUTA	**30.450**	**32.141**	**28.031**	**3.261**	**27.480**	**2.835**	**38,13%**	**39,12%**	**37,25%**	**39,38%**	**37,37%**	**5,55%**	**-12,79%**	**-1,96%**	**-13,05%**
GASTOS OPERATIVOS(Ventas+Adm)	21.895	24.024	20.303	3.298	19.818	3.583	27,42%	29,24%	26,98%	28,40%	47,22%	9,72%	-15,49%	-2,39%	8,62%
EBITDA	**8.555**	**8.117**	**7.728**	**-38**	**7.663**	**-747**	**10,71%**	**9,88%**	**10,27%**	**10,98%**	**-9,85%**	**-5,12%**	**-4,80%**	**-0,84%**	**1889,09%**
DEPRECIACIONES (dep)	757	779	853	69	822	66	0,95%	0,95%	1,13%	1,18%	0,87%	2,88%	9,50%	-3,69%	-4,62%
AMORTIZACIONES (amr)	613	731	414	34	409	38	0,77%	0,89%	0,55%	0,59%	0,50%	19,34%	-43,33%	-1,23%	10,95%
EBIT	**7.185**	**6.607**	**6.460**	**-141**	**6.432**	**-851**	**9,00%**	**8,04%**	**8,58%**	**9,22%**	**-11,22%**	**-8,05%**	**-2,22%**	**-0,44%**	**503,71%**
GASTOS FINANCIEROS	**3.434**	**3.487**	**4.377**	**612**	**4.581**	**563**	**4,30%**	**4,24%**	**5,82%**	**6,56%**	**7,42%**	**1,55%**	**25,52%**	**4,68%**	**-8,09%**
OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS	**-454**	**-141**	**906**	**142**	**977**	**151**	-0,57%	-0,17%	1,20%	1,40%	1,99%	-68,98%	-743,44%	7,83%	6,22%
EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA	**3.297**	**2.979**	**2.990**	**-611**	**2.828**	**-1.263**	**4,13%**	**3,63%**	**3,97%**	**4,05%**	**-16,65%**	**-9,65%**	**0,36%**	**-5,42%**	**106,75%**
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	508	447	448	0	424	0	0,64%	0,54%	0,60%	0,61%	0,00%	-12,09%	0,36%	-5,42%	
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	1.051	1.030	969	0	845	0	1,32%	1,25%	1,29%	1,21%	0,00%	-2,06%	-5,93%	-12,72%	
EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO	**1.737**	**1.502**	**1.573**	**-611**	**1.558**	**-1.263**	**2,18%**	**1,83%**	**2,09%**	**2,23%**	**-16,65%**	**-13,53%**	**4,7%**	**-0,92%**	**106,75%**
OTRO RESULTADO INTEGRAL	0	3.504	0	0	0	0	0,00%	4,26%	0,00%	0,00%	0,00%		-100,00%		
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO	**1.737**	**5.006**	**1.573**	**-611**	**1.558**	**-1.263**	**2,18%**	**6,09%**	**2,09%**	**2,23%**	**-16,65%**	**188,15%**	**-68,59%**	**-0,92%**	**106,75%**
Dividendos (40%)	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%				
Retención Utilidades	**1.737**	**5.006**	**1.573**	**-611**	**1.558**	**-1.263**	**2,18%**	**6,09%**	**2,09%**	**2,23%**	**-16,65%**	**188,15%**	**-68,59%**	**-0,92%**	**106,75%**

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

Tabla 20. Indicadores Financieros (Expresado en Miles)

INDICADORES FINANCIEROS	2017	2018	2019	feb-20	2020	feb-21
LIQUIDEZ						
Capital de Trabajo	29.470	38.204	26.171	26.458	26.821	25.001
Liquidez	1,68	1,96	1,53	1,61	1,49	1,47
Prueba Ácida	1,26	1,41	1,11	1,14	1,19	1,11
SOLVENCIA						
Pasivo / Activo	0,64	0,65	0,66	0,64	0,66	0,67
Pasivo / Patrimonio	1,78	1,89	1,93	1,80	1,97	1,99
Pasivo / Ventas	0,69	0,78	0,91	1,37	1,05	1,02
Apalancamiento	2,78	2,89	2,93	2,80	2,97	2,99
ROTACIÓN						
Días de Cuentas por Cobrar	194	211	228	307	234	190
Días de Inventario	133	156	158	273	141	161
Días de Cuentas Por Pagar	135	125	126	372	257	238
Período de Conversión de Efectivo	193	242	260	208	117	113
RENTABILIDAD						
Margen Bruto/Ventas	38,13%	39,12%	37,25%	42,29%	39,38%	38,84%
Margen de Utilidad en Operaciones	9,00%	8,04%	8,58%	-1,83%	9,22%	8,21%
EBITDA/Ventas	10,71%	9,88%	10,27%	-0,49%	10,98%	9,98%
Utilidad Neta/Ventas	2,18%	1,83%	2,09%	-7,92%	2,23%	1,30%
ROE	5,63%	4,41%	4,41%	-10,40%	4,21%	2,53%
ROA	2,02%	1,52%	1,51%	-3,72%	1,42%	0,85%
Dupont						
Margen Neto	2,18%	1,83%	2,09%	-7,92%	2,23%	1,30%
Rotación Activo	0,93	0,83	0,72	0,47	0,63	0,65
Multiplicador de capital	2,78	2,89	2,93	2,80	2,97	2,99

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

Tabla 21. Amortización de capital Clase A

Fecha de Pago	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago de k+i
3/14/2018	0	300	300
9/14/2018	0	300	300
3/14/2019	450	300	750
9/14/2019	450	277.5	727.5
3/14/2020	600	255	855
9/14/2020	600	225	825
3/14/2021	750	195	945
9/14/2021	750	157.5	907.5
3/14/2022	1,200,000	120	1,320,000
9/14/2022	1,200,000	60	1,260,000
TOTAL	**6,000,000**	**2,190,000**	**8,190,000**

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

Tabla 22. Necesidades Operativas de Fondos (Expresado en Miles)

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA								
			2019	2020	2021	2022	2023	2024
CÁLCULO NOF	A.C.	+ Caja	2.412	5.533	3.981	4.061	4.142	4.349
		+ Clientes	47.755	45.283	42.265	43.110	43.972	46.171
		+ Inventarios	20.667	16.580	18.148	18.511	18.882	19.826
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores	16.539	30.239	28.853	29.430	30.019	31.520
		- Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos)	130	5.565	5.000	5.000	5.000	5.000
	NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	54.165	31.592	30.541	31.252	31.977	33.826
FINANCIACIÓN		Incremento/Disminución NOF	-	-41,67%	-3,33%	2,33%	2,32%	5,78%
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	35.651	37.028	39.720	40.935	42.247	43.708
		+ Deudas largo plazo	15.960	16.087	15.560	17.281	17.810	18.381
		- Activos Inmovilizados	10.212	9.632	9.317	8.472	7.626	6.781
	F.M.	= Fondo de Maniobra	41.399	43.483	45.963	49.745	52.430	55.308
	NOF-FM		12.766	-11.890	-15.422	-18.492	-20.453	-21.482

Fuente: Informes Auditados e Internos INTEROC S.A.

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

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

Tabla 23. Activos Libre de Gravamen

INTEROC S.A	
feb-21	
(Expresado en miles dólares de los Estados Unidos de América)	
TOTAL ACTIVOS	**106.809**
(-) Activos gravados	17.044
Subtotal Activos libres de gravamen	**89.765**
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	542
(-) Activos en Litigio*	0
(-) Monto de Impugnaciones Tributarias*	0
(-) Derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciaros que garanticen obligaciones propias o de terceros	0
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	0
(-) Saldo de valores renta fija emitidos emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de corto plazo considerese el total autorizado como saldo en ciculación.	31.525
(-) Cuentas por cobrar con personas juridicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	10.296
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	7.441
Activos menos deducciones	**39.961**
Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones)	**31.969**
Nivel de Cobertura (80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)	**1,01**
Indicador (Activos Libre de Gravamen / Obligaciones en Circulación)	**2,27**

* Independientes de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren

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

Tabla 24. Indicadores macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio	Desv.Estd	Z-Valor
INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES									
Inflación anual (%)	3,4	1,1	-0,2	0,3	-0,1	-0,9	0,60	1,53	-0,44
Crecimiento PIB real (%)	0,1	-1,2	2,4	1,3	-0,1	-7,8	-0,89	3,60	0,22
INDICADORES EXTERNOS									
Cuenta corriente / PIB (%)	-2,2	1,3	-0,3	-1,4	-0,07	3,10	0,06	1,92	-0,07
INDICADORES FISCALES									
Déficit (Superávit) del PGE /PIB (%)	-4,0	-5,6	-5,9	-3,7	-2,26	-5,52	-4,47	1,42	1,56
Déficit (Superávit) del SPNF /PIB (%)	-6,0	-7,3	-4,5	-1,2	-0,1	-2,1	-3,52	2,85	1,20
Deuda pública interna / PIB (%)	12,6	12,5	14,2	12,5	14,75	18,01	14,09	2,15	0,31
Deuda pública externa / PIB (%)	20,4	25,7	30,4	32,6	38,02	45,91	32,17	9,03	0,65
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS									
Crédito al sector privado OSD+OSF (millones $)	28.162	29.886	34.743	39.980	44.537	45.649	37159,50	7.404,70	1,00
OTROS INDICADORES									
Precio del Petróleo WTI	48,7	43,3	50,8	65,2	61,8	49,1	53,16	8,48	1,02
Promedio Anual EMBI-Riesgo País	995,5	994,9	621,3	641,1	677,6	2.412,1	1057,10	685,65	-0,55

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