

CALIFICACIÓN:

Primera Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Inicial
Metodología de Calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Primera Emisión de Obligaciones de DISTRIBUIDORA COMERCIAL DEL NORTE TRICOMNOR S.A. en comité No. 030-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 15 de febrero de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020 y 2021, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha de corte a diciembre de 2022. (Aprobada por la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas de DISTRIBUIDORA COMERCIAL DEL NORTE TRICOMNOR S.A. del 04 de enero de 2023 por un monto de hasta USD 10.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- Para 2023, el BCE prevé que comercio crezca un 3,01%, un crecimiento superior al que presentaría la economía en su conjunto. La recuperación del sector es alentadora pues el nivel de ventas sigue aumentando, especialmente en actividades que fueron duramente afectadas por la pandemia como el turismo y los servicios de restaurantes y alimentación. Sin embargo, los efectos de la reforma tributaria y el aumento de impuestos este año, podrían desacelerar este impulso en los próximos meses.
- DISTRIBUIDORA COMERCIAL DEL NORTE TRICOMNOR S.A. es una integración vertical del grupo económico El Rosado. La compañía se dedica a la importación fundamentalmente de productos alimenticios y maquillaje para comercializarlos a través de las tiendas *retail* pertenecientes al grupo. En consecuencia, la actividad actual de la compañía y sus resultados están conformados fundamentalmente por transacciones relacionadas. Es una empresa de carácter familiar que no cuenta con lineamientos de Gobierno Corporativo formales; sin embargo, las directrices de su operación y gestión funcional han sido establecidas por la Junta de Accionistas y son supervisadas por la dirección de la compañía. Están alineadas con los requerimientos estratégicos y los objetivos empresariales del grupo económico.
- La compañía mantuvo una tendencia creciente en el nivel de ventas durante el periodo 2019-2022; lo que aunado a una participación estable del costo de ventas y una estructura operativa marginal le ha permitido contar con resultados operativos y netos consistentemente positivos. La rentabilidad medida como los beneficios netos de cada periodo en relación con el patrimonio (ROE) y el activo (ROA) registró un comportamiento por encima del rendimiento ofertado por inversiones tradicionales con un perfil de riesgo similar.
- El activo se concentró totalmente en el corto plazo, situación que potenció un indicador de liquidez siempre mayor a la unidad e incluso una prueba ácida superior a la unidad durante los últimos periodos, lo que denota una adecuada posición de liquidez y capacidad para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo sin incurrir en necesidades extraordinarias de liquidez.
- La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se mantuvo por encima de 8 veces y se proyecta por encima de 7 veces para el periodo proyectado (2023-2028). Así también los años de pago con EBITDA se proyectan decrecientes a partir de 2023 y representan plazos menores a los vencimientos de las obligaciones que mantiene. Existió un apalancamiento creciente entre 2020 y 2022, en función de mayores requerimientos de capital de trabajo, los que fueron financiados a través de préstamos con la banca local y compañías relacionadas, por lo que la deuda neta incrementó durante el periodo histórico. Se estima que tanto el apalancamiento como la deuda neta disminuyan progresivamente desde 2023, en función de los resultados positivos de los próximos años y al menor reparto de dividendos estimado.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con una fianza solidaria otorgada por Corporación El Rosado S.A. (garantía Específica) y con un límite de endeudamiento que limita la relación de pasivos con costo sobre EBITDA hasta 3 veces.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

DISTRIBUIDORA COMERCIAL DEL NORTE TRICOMNOR S.A. fue constituida en Ecuador el 06 de diciembre del 2018, corresponde a una integración vertical del grupo económico "El Rosado". La compañía se dedica a la importación mayoritariamente de productos alimenticios y maquillaje para comercializarlos a través de las tiendas de retail pertenecientes al grupo. El 99% (2020: 98%) de las ventas se efectuaron a Corporación El Rosado S.A. y a Tiendas Tuti TTDE S.A. En consecuencia, la actividad actual de la compañía y sus resultados están conformados fundamentalmente por transacciones relacionadas.

Las ventas pasaron de USD 1,15 millones en el año 2019 a USD 33,87 millones hasta diciembre 2022, denotando una clara tendencia creciente, presentaron un incremento promedio de 244% durante el periodo bajo análisis. Por su parte, el costo de ventas representó el 85,53% de las ventas durante 2019 (primer año de operación), porcentaje que disminuyó hasta 75% para 2020 y 2021 (2022: 78,39%). El costo de ventas corresponde al costo de los productos vendidos durante cada ejercicio económico y por ende su representatividad varía en función del tipo de productos importados y comercializados localmente.

La compañía no mantiene personal bajo relación de dependencia, por lo que los gastos de administración se componen en su mayor parte por honorarios profesionales, impuestos/ contribuciones y por gastos de publicidad / propaganda. Entre 2020 y 2022 la estructura operativa representó una participación sobre las ventas alrededor del 2%, lo que denota una alta eficiencia y flexibilidad operativa. Los gastos financieros mantuvieron una tendencia creciente, coherente con el comportamiento de la deuda financiera, situación que está condicionada a las necesidades operativas de la compañía en el corto/ mediano plazo.

El EBITDA mantuvo una tendencia creciente a partir de 2020 y mantuvo un índice de cobertura favorable del gasto financiero (cobertura de 8,26 veces para 2022), mientras que los años requeridos para la cancelación de la deuda con este parámetro estuvieron alrededor de un año y medio, periodo inferior a los vencimientos reales de la deuda contraída.

Los principales índices de rentabilidad ROA y ROE registraron valores promedio (2020-2022) de 31% y 100%, respectivamente; resultados más que satisfactorios al compararlo con inversiones alternativas de un riesgo similar.

El activo se concentró totalmente en el corto plazo, situación que potenció un indicador de liquidez siempre mayor a la unidad e incluso una prueba ácida mayor a la unidad durante los últimos tres periodos. Las cuentas más representativas del activo en diciembre 2022 fueron las cuentas por cobrar relacionadas (30%), los inventarios (46%) y las cuentas por cobrar accionistas (11%), estructura similar a periodos previos.

En cuanto a la calidad de la cartera, se evidencia que el 83% de la cartera se concentra en plazos por vencer entre 30 y 60 días, la diferencia se encuentra vencida en plazos menores. Los días de cartera relacionada disminuyen progresivamente desde 153 días en 2019 a 63 días en 2021 (71 días en 2022). Históricamente la compañía ha mantenido un descalce de flujos entre los días de cobro y pago, en 2022 mantuvo 71 días de cobro con relacionadas y 28 días de pago con proveedores.

Por su parte, los inventarios registran valores por productos terminados y mercancía en tránsito. Los niveles de rotación del inventario aumentaron progresivamente entre 2019 y 2022, pasando de 66 días a 137 días, respectivamente. Con el nivel de ventas actual, la compañía mantiene inventario para un periodo aproximado de cuatro meses y medio, que es superior al reportado durante el periodo analizado.

Históricamente la compañía ha financiado cada vez una mayor proporción de su actividad mediante recursos de terceros, esto como respuesta a mayores necesidades operativas de fondos que fueron cubiertas a través de préstamos con la banca local y a la distribución de dividendos de los resultados de los ejercicios en curso. Con lo que el apalancamiento creció desde 1,81 en 2020 a 2,92 en 2022.

Las cuentas por pagar relacionadas corresponden a préstamos recibidos principalmente de Corporación El Rosado S.A. para financiar parte del capital de trabajo, son liquidables en el corto plazo y no contemplan

intereses. El endeudamiento con costo aumentó progresivamente a partir de 2020 con el fin de cubrir el requerimiento de capital de trabajo de la empresa y la necesidad de cubrir el flujo de actividades de operación negativos. Durante 2022 existieron nuevos préstamos con la banca local, principalmente con Banco Bolivariano C.A. y Banco Pichincha S.A. El endeudamiento con costo se concentró mayoritariamente en el largo plazo durante 2022, con vencimientos hasta 2027 y 2030.

El patrimonio neto tuvo una tendencia creciente al pasar de USD 4 mil en diciembre 2019 a USD 4,23 millones al cierre de 2022. El comportamiento del patrimonio ha estado condicionado a los resultados de los ejercicios económicos y a la distribución de dividendos durante cada periodo. En este sentido, el endeudamiento y la necesidad de renovar las obligaciones bancarias dependerán del crecimiento proyectado de la compañía y de la política de reparto de dividendos en periodos futuros.

RESULTADOS E INDICADORES	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	REAL			PRELIMINAR	PROYECTADO					
Ingresos (miles USD)	1.153	6.642	17.289	33.867	40.472	46.947	53.050	58.886	63.596	66.776
Utilidad operativa (miles USD)	(2)	1.583	3.965	6.391	8.661	10.047	11.353	12.602	13.610	14.290
Utilidad neta (miles USD)	(5)	1.163	2.747	4.213	5.786	6.508	7.572	8.568	9.489	10.222
EBITDA (miles USD)	-2.21	1.583	3.966	6.391	8.661	10.047	11.353	12.602	13.610	14.290
Deuda neta (miles USD)	(49)	413	2.264	9.770	11.833	11.390	10.457	8.912	7.676	4.827
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(491)	92	189	(7.751)	3.342	1.168	3.984	5.158	6.735	8.364
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	(75)	191	1.087	8.028	9.124	13.555	15.319	17.002	18.364	19.282
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	(47)	(500)	301	2.690	3.708	5.908	3.932	4.259	3.832	3.342
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,00	-3,17	13,19	2,38	2,34	1,70	2,89	2,96	3,55	4,28
Capital de trabajo (miles USD)	4	1.778	3.038	11.171	15.700	22.694	25.575	28.932	33.023	35.711
ROE	-119,7%	99,7%	99,5%	99,7%	68,0%	46,4%	41,4%	37,3%	33,8%	30,5%
Apalancamiento	194,70	1,81	1,99	3,94	1,97	1,15	0,86	0,64	0,45	0,28

Fuente: DISTRIBUIDORA COMERCIAL DEL NORTE TRICOMNOR S.A.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Bajo un escenario conservador, para 2023 se proyecta un alza en el nivel de los ingresos respecto de 2022 (+19,5%); se debe considerar que durante 2022 existió un crecimiento de 95,89% frente a diciembre 2021. Para el año 2024 se estima un incremento de los ingresos de 16%, los crecimientos se irán ralentizando conforme la compañía adopta madurez.

En lo que respecta al del costo de ventas, se proyecta una participación sobre ventas del 76,1% para los años siguientes tomando en cuenta la estabilidad de la participación históricamente, estas son participaciones similares a las presentadas durante 2020 y 2021. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico, representarán alrededor del 2,5% de los ingresos, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de los créditos bancarios con entidades financieras y el Mercado de Valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se mantiene por sobre 7 veces para todos los años proyectados con una tendencia creciente a partir de 2024, denotando una sólida posición de solvencia de la compañía. Así también los años de pago con EBITDA se proyectan decrecientes por el periodo de vigencia de la emisión, representan plazos menores a los vencimientos reales de la deuda.

La proyección contempla un ROE y ROA promedio de 43% y 23% en el periodo proyectado, respectivamente, evidenciando valores inferiores a los históricos, pero muy satisfactorios frente a inversiones alternativas con un riesgo similar.

Se proyecta un crecimiento en la operatividad de la compañía, lo que se refleja directamente en mayores días de cartera, 81 días de cartera para periodos futuros. La proyección estima un índice de liquidez por encima de la unidad y con una tendencia creciente conforme se paguen los vencimientos de las obligaciones con costo de corto plazo y se reestructure con obligaciones a mediano plazo. Los inventarios aumentarán consistentemente con el incremento proyectado en las ventas, se estiman 135 días de inventario en 2023 y 155 días para periodos posteriores. Los Estados Financieros proyectados revelan que la compañía está en capacidad de generar flujos positivos mediante sus actividades operativas, aún bajo escenarios estresados.

Durante 2023 y 2024 existirá un incremento en la deuda neta, producto de la creciente necesidad operativa de fondos; sin embargo, para periodos posteriores se presenta una deuda neta decreciente, coherente con los resultados de los ejercicios y al menor reparto de dividendos (51% de la utilidad), financiando de mayor manera la operación a través de recursos propios. De la misma manera, se proyecta un apalancamiento decreciente para 2023, que irá disminuyendo año a año durante el periodo analizado.

La necesidad operativa de fondos crece fuertemente durante el periodo de análisis, coherente con un aumento en la operatividad de la compañía y mayores requerimientos operativos. El servicio de la deuda que se mantuvo creciente en el periodo histórico presenta un punto de inflexión para 2024.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Un rebrote inflacionario a nivel nacional y mundial y medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la empresa, lo anterior representa un riesgo debido a que estos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la mayor parte de los contratos son suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma, se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene una adecuada diversificación de proveedores, que permiten mitigar este riesgo.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información. La compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos con el objetivo de generar *back ups* por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos. También cuenta con aplicaciones de *software* contra fallas que puedan ocurrir, para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.
- Amenaza de nuevos productos y de nuevos competidores, lo que podría afectar la operatividad de la compañía y por ende su nivel de ingresos. La compañía es parte de uno de los grupos económicos más representativos a nivel nacional y mantiene relaciones estratégicas con sus proveedores internacionales, por lo que nuevos productos o competidores no deberían afectar el posicionamiento y operación de la compañía.

De acuerdo con la Declaración Juramentada los activos que respaldan la presente emisión son: Efectivo y equivalentes (USD 400 mil), cuentas por cobrar (USD 4,6 millones) e inventarios (USD 5 millones). GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respalda la emisión y su capacidad para ser liquidados. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones de mercado. Al respecto:

- Al ser 45,59% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios evitando de esta forma pérdidas y daños.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo a través de un cercano seguimiento a estas cuentas por cobrar.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene DISTRIBUIDORA COMERCIAL DEL NORTE TRICOMNOR S.A. se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por USD 6,69 millones por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 30,27% de los activos, por lo que su efecto es significativo. Las cuentas con relacionadas son causadas por transacciones comerciales, ya que la compañía es una integración vertical del grupo económico "El Rosado" y sus principales clientes son empresas del referido grupo. En tal virtud, el riesgo de que alguna de las empresas relacionadas no cumpla con sus obligaciones es marginal. Se mantiene una cartera concentrada en rangos por vencer y se estima que la totalidad es recuperable en el corto plazo. Los referidos clientes tienen un adecuado perfil crediticio, una sólida posición de solvencia, ya que pertenecen a uno de los grupos económicos más representativos del país.

INSTRUMENTO

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	A	10.000.000	361	7,00%	Al vencimiento	Al vencimiento
	B		1.080	8,25%	Trimestral	Trimestral
	C		1.800	8,50%	Trimestral	Trimestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	Fianza Mercantil Solidaria de Corporación El Rosado S.A.					
Destino de los recursos	Se utilizará los recursos que provienen de la Emisión para capital de trabajo del giro propio de la empresa, consistente en la compra de inventarios y pago a proveedores.					
Estructurador financiero	Picaval Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Picaval Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. 					
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> Mantener como límite de endeudamiento, una relación de pasivos con costo sobre EBITDA no mayor a 3 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será anual, con balances a diciembre de cada año. Para el cálculo del pasivo con costo se considerará las obligaciones bancarias y emisiones a través del Mercado de Valores. Para el EBITDA se considerará la utilidad operacional más las depreciaciones y amortizaciones acumuladas por el periodo de cálculo. 					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El Informe de Calificación de Riesgos de la Primera Emisión de Obligaciones de DISTRIBUIDORA COMERCIAL DEL NORTE TRICOMNOR S.A. ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre Msc.
Presidente Ejecutivo