

CALIFICACIÓN:

Primer Papel Comercial	AA
Tendencia	(+)
Acción de calificación	Actualización
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	enero 2022

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad de pago del 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 pertenece y a la economía en general.

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

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

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

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AA (+)	nov-2021	GlobalRatings
AA (+)	ene-2022	GlobalRatings

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para el Primer Programa de Papel Comercial de AZZORTI VENTA DIRECTA S.A. en comité No. 166-2022, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 31 de mayo de 2022; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2019, 2020 y 2021, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha de corte a abril 2022, aprobada por la Junta General Universal y Extraordinaria de Accionistas el 28 de octubre de 2021 por hasta USD 4.000.000.

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector comercial constituye uno de los principales dinamizadores de la economía. Este sector registró un crecimiento sostenido durante la última década, impulsado por el aumento de la inversión y el consumo privado, que presenta oportunidades de desarrollo dadas las nuevas tecnologías y canales de comercialización. Actualmente, dada la situación socioeconómica a nivel nacional por la crisis sanitaria, el sector comercial depende en gran medida del desarrollo de canales alternativos de comercialización, lo que supone un reto para las empresas del sector a nivel operativo y financiero. AZZORTI VENTA DIRECTA S.A. en relación con el sector presenta una solución de canales alternativos que le han permitido mantener presencia en el mercado al que brindan sus servicios.
- AZZORTI VENTA DIRECTA S.A. forma parte de un grupo de empresas con presencia a nivel de Latinoamérica. Empresas especializadas en venta directa a través de catálogos cubriendo una amplia gama de productos, tanto de producción propia como de terceros. El trabajo con catálogos le permite adaptarse a las condiciones del mercado y distinguirse de la competencia en cada uno de los lugares en los que opera por la infinidad de productos que comercializa.
- El gobierno del grupo se concentra en los principales accionistas y en la alta gerencia, quienes deciden y controlan las estrategias de cada una de las compañías que lo conforman y dan un seguimiento cercano a que se cumplan las metas trazadas y los planes de expansión. Sin embargo, no existe un gobierno formalmente establecido ni se cuenta con agentes independientes que aporten con una visión externa en la gestión. A nivel Ecuador, la compañía es administrada por personas de confianza del grupo controlador que reportan de manera sistemática los resultados de su gestión y el avance de las estrategias diseñadas.
- El indicador de liquidez corriente de la compañía se ha mantenido cercano a la unidad durante el periodo 2019 - 2021. Para abril 2022 este comportamiento se mantuvo al reportar un indicador de 0,92 veces, sin embargo, dada la planificación estratégica y nuevas políticas de cobro de la empresa se espera una mejora paulatina de este índice durante 2022 - 2024. Es importante considerar, que el emisor se mantiene al día con el pago de sus obligaciones financieras y agentes de control. A nivel histórico la compañía ha reportado un margen bruto promedio del 43% lo que permite cubrir con todos los gastos operativos y constituir provisiones para cubrir posibles impagos dado el nicho de mercado que atienden.
- El patrimonio de la compañía registró un crecimiento importante a diciembre 2021 debido al aporte de USD 500 mil para futuras capitalizaciones. Para abril 2022 se efectivizó este aporte y el capital social alcanzó USD 1,93 millones lo que evidencia un amplio respaldo por parte de su matriz en el exterior en temas de asistencia técnica y financiamiento con su par en Ecuador.
- La empresa no registra deudas con entidades financieras locales ni del exterior y su financiamiento ha sido provisto por compañías relacionadas del exterior a través de préstamos y de facilidades para la operación de AZZORTI VENTA DIRECTA S.A. a través de convenios de pago.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y establece un límite de endeudamiento referente al pasivo financiero sobre patrimonio de hasta 3,0 veces. Además, que la emisión está respaldada por una garantía específica determinada por una Prenda Comercial Ordinaria Rotativa de Inventario cuya cobertura es del 100% del monto de la emisión aprobado. El emisor se compromete a mantener en todo momento bienes suficientes para garantizar las obligaciones de la emisión, sin embargo, en atención a la rotación de bienes que estipula el contrato de prenda, dichos bienes podrán variar de aquellos establecidos inicialmente, pero siempre en la cuenta inventario.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de AZZORTI VENTA DIRECTA S.A. provienen, en su mayoría, de las ventas generadas por sus sistemas de redes de venta directa bajo la modalidad de venta por catálogo. Con ello, se da a conocer la gama de productos que dispone la compañía, según la temporada, a su nicho de clientes. Los productos que oferta la empresa van desde mercancías para el hogar, mujeres, hombres, niños, perfumes, entre otros.

Durante el periodo comprendido entre 2019 – 2021 las ventas presentaron un comportamiento fluctuante a consecuencia de la pandemia por covid-19 que afectó a la economía en general y al sector *retail* en particular. A diciembre 2020 los ingresos se redujeron un 26% anual en relación con diciembre 2019 (USD 25,29 millones vs. USD 18,84 millones) por una menor demanda de los hogares por bienes y servicios no esenciales. No obstante, al cierre de 2021 el nivel de ventas se recuperó y alcanzó USD 25,67 millones apoyado en la reactivación de la economía a nivel nacional.

A consecuencia de un mayor incremento en los costos de venta el margen bruto se mantiene estable en el periodo comprendido entre 2019 – 2021 entorno a los USD 9,90 millones. A abril 2022 el margen bruto alcanzó USD 3,65 millones y se ubicó en 44,23%, una mejora en comparación a su promedio histórico (40%). Con ello, se observa una mayor eficiencia producto del abaratamiento en las importaciones por vía marítima.

En línea con la reducción del negocio, la compañía registró menores gastos por administración acordes a los requerimientos de operativos. En promedio, estos gastos se redujeron un 3% anual en el periodo 2019 – 2021, al pasar de USD 9,24 millones a USD 9,24 millones al cierre de 2021. Los gastos por sueldos y beneficios de ley para sus empleados crecen un 22% desde diciembre 2020 a diciembre 2021 y contabilizaron USD 5,12 millones debido a mayores pagos por comisiones a vendedores dado el mayor volumen de ventas del periodo.

AZZORTI VENTA DIRECTA S.A. reportó pérdidas para los ejercicios fiscales de 2019 y 2020, producto de una mala colocación estratégica de sus productos, la crisis sanitaria y un entorno macroeconómico adverso. Sin embargo, a diciembre 2021 esta situación se reversa y se observa un mayor dinamismo de sus ingresos, impulsados por mayores ventas en su red de asesores comerciales. A abril 2022, la compañía contabilizó una pérdida por USD 225 mil debido a una carga operativa elevada en relación con el nivel de ventas.

Debido al giro de negocio de la empresa, el activo corriente mantiene mayor participación sobre el total del activo, durante el periodo de estudio estos representaron en promedio el 65,71%. La estructura del activo se mantiene a nivel histórico, las cuentas por cobrar son las más importantes con un 45,51%, seguido de los inventarios 36,68% la diferencia se ubica en provisiones de cartera, otras cuentas por cobrar, anticipo a proveedores y activos por impuestos diferidos. A abril 2022 los activos contabilizaron USD 15,89 millones y mantienen su estructura histórica.

Históricamente, las principales alternativas de fondeo de AZZORTI VENTA DIRECTA S.A. en orden de importancia lo constituyeron: cuentas por pagar relacionadas, representaron el 40% en promedio de los últimos 3 años, y cuentas por pagar no relacionadas, constituyeron en promedio el 42% del pasivo durante los últimos 3 años. Durante el periodo analizado, el pasivo total se concentró mayoritariamente en el corto plazo, con una participación promedio de 70% del pasivo corriente sobre el pasivo total (81% para diciembre 2021). Esto podría generar una mayor presión sobre los flujos de la compañía para cubrir las obligaciones con vencimientos corrientes, para lo cual podría tener que recurrir a fuentes alternativas de financiamiento. No obstante, los activos de la compañía mantienen una estructura similar con rubros fácilmente liquidables en el corto plazo, reduciendo esta presión adicional.

Durante el 2021 la compañía ha logrado sobrellevar la situación precedente y ha presentado una utilidad significativa, lo que provocó que el patrimonio retome valores positivos para el año en curso, en adición a la capitalización de USD 1,40 millones y los aportes para futuras capitalizaciones de USD 500 mil efectuada por sus accionistas. Estos recursos se utilizaron para reducir las cuentas por pagar con empresas relacionadas a largo plazo, que pasaron de USD 3,96 millones a USD 2,06 millones. A abril 2022 la compañía fortaleció la solvencia institucional con la capitalización de USD 500 mil, en consecuencia, el capital social alcanzó USD 1,93 millones.

Al presentar valores patrimoniales negativos el apalancamiento pierde interpretación dentro del estudio histórico. Sin embargo, para diciembre de 2021 el apalancamiento se situó en 5,82 veces, se espera que este indicador disminuya en función de los resultados positivos esperados para los próximos periodos. A abril 2022 este indicador se ubicó en 6,52.

La compañía al contar con una baja exposición de recursos con costo mantiene una excelente relación de años de pago con EBTDA y con flujo libre. Se estima que para periodos futuros y considerando la colocación de un programa de papel comercial por hasta USD 4 millones la relación se mantenga en niveles adecuados. La razón de cobertura de la deuda mantiene valores satisfactorios, los que se espera mejoren de acuerdo con la recuperación operativa. AZZORTI VENTA DIRECTA S.A. mantiene una alta necesidad operativa de fondos, de acuerdo con el aprovisionamiento de existencias que se considera necesario para el giro de negocio y la cartera mantenida, estos valores se proyectan crecientes de acuerdo con un incremento en ventas y al estrés realizado en los días de pago a proveedores.

INDICADORES	2019	2020	2021	2022	2023	2024	ABRIL 2021	ABRIL 2022
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Deuda neta (miles USD)	1.154	-	-	3.277	3.317	-	695	-
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	947	(592)	(426)	(3.683)	22	3.493	-	48
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	5.876	5.853	6.224	12.014	13.215	11.276	6.846	7.815
Años de pago con EBITDA (APE)	1,9	-	-	4,6	4,3	-	0,4	-
Años de pago con FLE (APF)	1,2	-	-	-	148,3	-	-	-
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	76	1.551	-	-	3.578	3.611	1.255	658
Razón de cobertura de deuda DSCRC	7,84	0,44	-	-	0,22	0,23	1,35	-

Fuente: AZZORTI VENTA DIRECTA S.A.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

En función del comportamiento registrado a abril 2022, se proyectan ventas crecientes al cierre de 2022, y mantener un crecimiento anual posterior estimado del 8% en un escenario moderado. Para periodos posteriores, se considera un comportamiento estable en las ventas, con el objetivo de estresar los flujos operativos de la compañía y considerar posibles deterioros de las condiciones de demanda en los mercados locales. Bajo estas premisas se esperan ingresos crecientes durante el periodo analizado.

La participación del costo de ventas para el cierre de 2021 fue mayor en relación con diciembre 2020, en niveles cercanos al 61%. La normalización en las condiciones de mercado para periodos posteriores debería tender a estabilizar este rubro hacia niveles previos al 2021, por lo que se espera que el costo de venta en relación con los ingresos registre similar promedio desde 2022 en alrededor de un 36%. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función de la participación histórica, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de instrumentos en el Mercado de Valores, así como a la adquisición de deuda bancaria de corto y largo plazo. Para periodos futuros se espera que la compañía mantenga las relaciones comerciales con las empresas relacionadas; sin embargo, podría existir una disminución en los préstamos otorgados por las relacionadas, esto dependerá de la generación de flujo que tenga la compañía durante los próximos periodos.

Respecto con el Estado de Situación Financiera, la cartera no relacionada se estima que se incremente producto del mayor dinamismo en las ventas y las perspectivas de la empresa en cuanto a abarcar un mayor mercado local una paulatina expansión a nivel internacional, por lo que se estima mantener en el periodo proyectado este comportamiento con una proporción del 39% sobre el nivel de ventas para 2021 y un 36% promedio para periodos posteriores a 2022. EL rubor de inventarios mantendrá un valor medio del 47% sobre las compras para las proyecciones manteniendo concordancia con el comportamiento que muestra la compañía a nivel histórico. La estructura del pasivo se modifica para el periodo 2022 - 2024 principalmente por una menor proporción de cuentas por pagar con proveedores, dado el cambio en la estructura de financiamiento por la colocación del Primer Programa de Papel Comercial, la proporción de cuentas por pagar se reduce a un 36% para los periodos posteriores a 2021 en contraste con su histórico (49%).

Los índices de liquidez, endeudamiento, solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio. En el caso de AZZORTI VENTA DIRECTA S.A., se proyectó que los niveles de liquidez se

mantengan superiores a la unidad acorde a la planificación estratégica de la compañía. Para años posteriores, la composición del pasivo proyecta mantenerse en alrededor del 80% en la porción corriente de acuerdo atribuido a la colocación del Papel Comercial y a su revolvencia en el siguiente año. Con la nueva emisión en el Mercado de Valores durante el tercer trimestre de 2022, se estima que la relación de pasivos totales sobre activos totales se mantenga en alrededor del 85%, con la reinversión de utilidades y el incremento del capital de trabajo de la compañía obtenido gracias a la deuda de corto plazo.

La deuda financiera conformara un porcentaje bajo respecto al total de pasivos, se espera que este rubro registre un 17% en promedio desde 2022 concentrado en obligaciones de corto plazo con instituciones financieras o empresas relacionadas del exterior. La deuda neta, es decir, los valores de la deuda con costo menos el efectivo y equivalentes de efectivo se estima que crezca como consecuencia de las colocaciones de la emisión en el Mercado de Valores para financiar los incrementos en capital de trabajo, este rubro registrara un promedio de USD 3,00 millones anuales entre 2022 - 2023.

La Necesidad Operativa de Fondos se estima que se mantenga en positivo por el incremento de las cuentas por cobrar derivado del financiamiento que necesitan los clientes. La razón de cobertura de la deuda se define como la utilidad operativa más las depreciaciones y amortizaciones, dividido por el servicio de la deuda, que consiste en los pagos que deben hacerse en el año por concepto de amortizaciones de deudas financieras, junto con el gasto financiero asociado. Se espera que este indicador para los siguientes años se mantenga inferior a la unidad.

Es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía tiene la capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del Emisor y las condiciones del mercado, por lo que se estima cumplimiento oportuno de todas las obligaciones que mantiene AZZORTI VENTA DIRECTA S.A.

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 afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podrían verse afectados los flujos de la compañía. El Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno. Las medidas gubernamentales junto a un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas mitigan parcialmente este riesgo. Asimismo, la estrategia comercial y publicitaria del emisor contribuye a mantener una imagen que se acopla a las exigencias de un mercado competitivo.
- 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 productos comercializados en el exterior. La compañía en base al Plan Estratégico ha efectuado cambios a nivel estructural con la finalidad de ser más eficientes con los recursos que mantiene.
- 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 esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de los contratos suscritos con compañías privadas, en su mayoría relacionadas del exterior, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que se encuentra reforzando sus sistemas operativos para potencian el respaldo de información que maneja.

Se debe indicar que los activos que respaldan el Papel Comercial, de acuerdo con la declaración juramentada, son los activos no gravados de la compañía. Los activos que respaldan la presente emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con las pólizas de seguros que se mantienen sobre los activos con diferentes aseguradoras.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes y una minuciosa evaluación previo al otorgamiento de crédito.
- Los activos correspondientes 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.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene AZZORTI VENTA DIRECTA S.A. se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por USD 898 mil a abril 2022, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 5,65% sobre el total de activos, por lo que su efecto sobre el respaldo del Papel Comercial no es representativo. Si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, no se generaría ningún efecto negativo en los flujos de la empresa. No obstante, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL						
Características	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN	PLAZO PROGRAMA	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	4.000.000	Hasta 359 días	Hasta 720 días	Al vencimiento	Cupón cero
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	Prenda rotativa de inventario con cobertura de 100%.					
Destino de los recursos	Los recursos provenientes de la presente emisión serán utilizados en un 100% para capital de trabajo, el cual consistirá en actividades destinadas a financiar más plazo para clientes, mejorar términos y condiciones con proveedores tanto en el aprovisionamiento de inventarios como en plazos de pago de insumos, entre otros de similar naturaleza.					
Estructurador financiero	Mercapital Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Mercapital Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes de obligacionistas	Avaltconsulting Cía. Ltda.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ Mantener durante la vigencia del programa, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 					
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ AZZORTI VENTA DIRECTA S.A. se compromete a mantener un indicador de pasivo financiero/patrimonio menor o igual a 3,0 veces a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores. Para la base de la verificación se tomará los estados financieros correspondientes al 31 de diciembre de cada año. 					

Fuente: Circular de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Primer Programa de Papel Comercial de AZZORTI VENTA DIRECTA S.A. 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