

Quinta Emisión de Obligaciones y III Papel Comercial – CARTIMEX S.A.

Comité No: 286 y 287-2019	Fecha de Comité: 23 de diciembre de 2019
Informe con Estados Financieros no auditados al 31 de octubre de 2019	Quito – Ecuador
Juan Sebastian Galárraga	(593) 2323 0541
	jgalarraga@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Estado	Resolución SCVS
Quinta Emisión de Obligaciones	AA+	Revisión	SCVS-INMV-DNAR-2018-00006833 (3 de Agosto del 2018)
Tercer Papel Comercial	AA+	Revisión	SCVS-INMV-DNAR-2018-00003144 (10 de Abril del 2018)

Significado de la Calificación

Categoría AA: 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.

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

"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio"

Racionalidad

El comité de Calificación de PCR acordó por unanimidad mantener la calificación de "AA+" a la **Quinta Emisión de Obligaciones y Tercer Papel Comercial de CARTIMEX S.A.** La calificación considera el posicionamiento como líder comercial tecnológico, diversificación de productos, cobertura a nivel nacional y experiencia en el mercado de valores del emisor, los cuales le han permitido cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma. A partir de octubre de 2018, el emisor se dedica exclusivamente a la venta mayorista, con lo que ha constituido a COMPUTRON como una entidad para atender al mercado minorista. Este hecho sumado a la sensibilidad de sus productos al comportamiento de la economía ha incidido sobre el deterioro de los indicadores financieros. Sin embargo, se considera favorable las estrategias implementadas por el emisor, que le han permitido generar flujos de efectivo operativo positivos para soportar sus actividades comerciales. Adicional, Se evidenció el cumplimiento de la garantía general y los resguardos de ley.

Riesgos Previsibles

- Regulaciones que puedan afectar el costo de las importaciones de los bienes comercializados, así como régimen arancelario que dificulte la adquisición de inventarios. Estos factores restarían competitividad a la compañía y dificultarían la generación de flujos.
- Las variaciones del ciclo económico repercuten directamente en el nivel de ingreso de las familias; por lo que un escenario económico desfavorable contrae el consumo de estas, las que constituyen el mercado meta de la empresa. Por otra parte, la administración considera que la revolución tecnológica que experimenta la sociedad incide en que al menos cada hogar y cada empresa cuenta con portátiles y teléfonos inteligentes, convirtiendo estos productos necesarios.
- El contrabando de productos tecnológicos desde países vecinos impacta negativamente las ventas de la empresa, este evento se incrementó tras las salvaguardas impuestas en el 2015 y 2016. Sin embargo, a la fecha de corte este riesgo se encuentra mitigado tras el levantamiento total de estas.
- El sector comercial-tecnológico se encuentra en constante innovación, lo que ocasiona que los productos se vuelvan obsoletos con mayor facilidad. Para mitigar este riesgo, el emisor cuenta con un precio protegido, es decir, que si en el mercado baja el precio de un determinado producto el proveedor otorga una nota de crédito a favor de la empresa por la variación del precio.
- Probabilidad de impago por parte de algún cliente, para mitigar este riesgo CARTIMEX cuenta con un seguro de cartera, el cual cubre el 85% de la cartera vencida.
- Riesgo de daño en el traslado de los productos importados. Para mitigar este riesgo, la empresa mantiene protegido todo su inventario desde la salida del país extranjero hasta la entrega del producto al cliente.

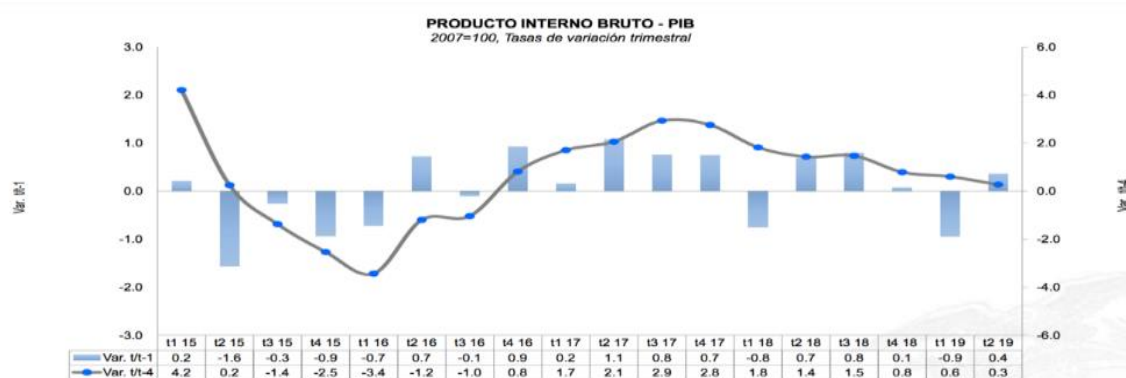
Aspectos de la Calificación

La calificación de riesgo otorgada al instrumento se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

Entorno macroeconómico

A partir del año 2014, la economía ecuatoriana se ha mostrado particularmente susceptible a las fluctuaciones de los mercados internacionales. Además de incurrir en problemas de liquidez por la caída del precio del petróleo, la economía del Ecuador evidenció una configuración estructural no favorable frente a su posicionamiento en la economía internacional. Pese al periodo de bonanza experimentado posterior a la crisis internacional del 2008-09, el modelo primario exportador del país no acompañó al crecimiento del nivel de gastos del Estado y la expansión de la demanda agregada, misma que se fundamentó en el crecimiento del consumo interno basado en el significativo incremento del tamaño del Estado y, por consecuencia, de la masa salarial.

La recesión económica experimentada a partir de finales del 2014 alcanzó un nivel máximo en el año 2016, con una contracción anual de -1,23% como consecuencia del desplome del precio internacional del barril de petróleo y el terremoto que afectó a la población de la zona costera del país. Sin embargo, a partir del último trimestre del mismo año se experimentó una leve recuperación, por lo que, en términos anuales, para el 2017 el PIB se expandió en 2,37%, según cifras del Banco Central del Ecuador. Este dinamismo estuvo impulsado en el 2017 por el gasto de consumo final de los hogares (+3,73% de crecimiento anual) y el gasto de consumo final del gobierno (+3,22% de variación anual)¹.



Fuente: Banco Central de Ecuador; Elaboración: Banco Central del Ecuador

Durante el año 2018, sin embargo, se observó una desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB (+1,4%) asociado a una disminución de la extracción de crudo (-3,3%) y en la refinación de petróleo (-10,0%), así como una tasa de crecimiento de las importaciones (+5,8%) mayor al crecimiento de las exportaciones (0,9%). El significativo nivel de dependencia del Estado sobre el ingreso petrolero junto a la prominente posición de este en el dinamismo del consumo y la inversión, han generado vínculos y encadenamientos entre el sector petrolero y la macroeconomía, como se observa en los resultados del 2018. Adicionalmente, el 2018 fue el año con mayor inversión extranjera directa para Ecuador durante los últimos cinco años con US\$ 1.401 millones, explicado por la actividad minera a gran escala que se encuentra en desarrollo en el país; con cinco proyectos estratégicos que actualmente están en proceso de concesión: Mirador, Fruta del Norte, Río Blanco, Loma Larga y San Carlos.

Al segundo trimestre del 2019, se acentuó la desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB (+0,3%) con relación al mismo periodo del 2018 (t/t-4). Este crecimiento moderado, sin embargo, es positivo ya que corresponde al crecimiento del sector exportador (+1,58%), y el consumo final de los hogares (+0,36%), mismo que se deriva de un aumento salarial del +2,2% y una variación de los precios del consumidor de -0,61%. El gasto final del gobierno muestra una contracción marginal del 0,19% al reducirse los ingresos de este por la reducción de la refinación de petróleo en el 2018 y principios del 2019 asociado a las operaciones parciales de la refinería de Esmeraldas, La Libertad, y Amazonas. Acorde a las previsiones del Fondo Monetario Internacional, la tasa de crecimiento del PIB para el 2019 alcanzara el -0,5%.

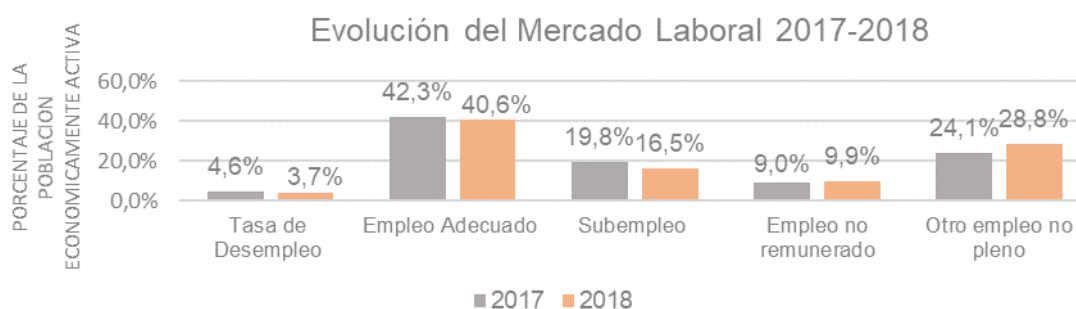
Aunque el gasto final del gobierno se incrementó en el año 2018 (+2,9%), la desaceleración del 2018 se fundamenta principalmente la caída del Valor Agregado Bruto (VAB) del sector petrolero (-4,0%) y en la política de ajuste económico adoptada por el gobierno para superar el déficit fiscal (US\$ -3.332 millones al cierre del 2018) y de la balanza comercial (US\$ -1.575 millones al cierre del 2018). A partir del 2019, el recorte de los servidores públicos, la disminución del subsidio a la gasolina super y extra, entre otras, forman parte de medidas de recorte que permitieron al estado alcanzar un acuerdo de facilidad ampliada con el Fondo Monetario Internacional (FMI). El acuerdo supone la continuación de las políticas de ajuste y la voluntad política para la implementación de marcos jurídicos que permitan al país alcanzar mayor competitividad en el sector externo. La carta de intención acordada entre el FMI y Ecuador establece seis ejes de acción para el desembolso del crédito (US\$ 4.209 millones):

- Restaurar la prudencia en la política fiscal
- Fortalecer el marco institucional del Banco Central (BCE)
- Reforzar la resiliencia del sistema financiero
- Protección a los segmentos pobres y vulnerables
- Apoyar la creación de empleo y competitividad
- Promover la transparencia y el buen gobierno

¹ Banco Central de Ecuador: Información Estadística Mensual No. 2008 – junio 2019
www.ratingspqr.com

El incremento de la productividad y la competitividad apuntan a generar mayor capacidad de resistencia y maniobrabilidad frente a las limitaciones del país para adoptar políticas monetarias que respalden a la industria local. El FMI estima una sobrevalorización del tipo de cambio del 31%, lo que debilita aún más los términos de intercambio del Ecuador con relación a sus principales socios comerciales, en especial frente a los países vecinos.

En cuanto al mercado laboral, la mayor parte de la población económicamente activa se emplea en actividades informales. De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), la tasa de desempleo incremento al pasar de 4,1% (jun18) a 4,4% (jun19), explicado por las siguientes variaciones en los componentes del empleo: empleo adecuado cae 1,0 p.p., subempleo sube en 0,9 p.p., empleo no remunerado cae 0,1 p.p., otro empleo no pleno sube 0,8 p.p.,² lo que refleja que frente a la desaceleración económica y despidos en el sector público, las personas realizan emprendimientos o buscan alternativas para percibir ingresos, aunque eso implique no estar afiliado a la Seguridad Social, no percibir un salario mínimo ni cumplir la jornada completa. Ante esto, y la necesidad de generar mayor competitividad, el acuerdo con el FMI apunta a una reforma laboral que brinde flexibilidad y se ajuste a la realidad económica del país.



Fuente: Información estadística trimestral INEC; Elaboración: PCR

Adicionalmente, el sistema de bancos cerró el 2018 con niveles de morosidad menores que los años anteriores (2,62% dic-18), al igual que el segmento 1 de las cooperativas (3,35% dic-18). El Informe del FMI, sin embargo, observa que los niveles de rentabilidad y capital interno del sistema podrían generar preocupación para el entorno económico, así como la capacidad del BCE para cubrir con reservas internacionales los escenarios de iliquidez que pudieran darse en el sistema. Por tanto, se espera que las normativas a futuro adopten recomendaciones en torno a estándares de liquidez, eficiencia en el manejo del seguro de depósitos, y metodologías para el correcto seguimiento del endeudamiento de los hogares.

A futuro, la política económica apunta a una reconfiguración del gasto fiscal y la persecución de políticas anticíclicas. Para superar el déficit fiscal (que a 2018 representó un 2,44% del PIB), el FMI señala la necesidad de reducir la exención de cargas impositivas no justificadas, la ampliación de la base de contribuyentes, y el aumento de impositivos indirectos (IVA, ICE).

Si bien una reforma a nivel tributario es necesaria para diversificar el ingreso al fisco y proveer de mayor sostenibilidad al mismo, estas políticas, al igual que las reformas laborales y en los subsidios, conllevan un gran peso político y generan inestabilidad social al no ser socializadas de manera adecuada. Esto fue evidente en las protestas y manifestaciones del mes de octubre, que llevaron al país a una paralización generalizada por casi dos semanas. Estos eventos no solo generan conmoción social, sino que afectan la productividad y la confianza en el país. El diálogo que llevo a retomar la normalidad de las actividades avizoraba la declaratoria de un nuevo y mejorado decreto con relación a los subsidios a los hidrocarburos. Sin embargo, la débil posición en la que quedó el ejecutivo después de las protestas y las demandas ampliadas de grupos sociales ha dificultado la concreción de nuevos lineamientos.

Si bien el acuerdo con el FMI es favorable por el acompañamiento de la multilateral en términos económicos y de asistencia técnica, será necesario que el ejecutivo maneje de manera adecuada el ambiente político y sea generador de una clara política económica que logre cumplir los acuerdos con las multilaterales sin desgastar los acuerdos y el sentir social. De darse, es factible que el clima político vuelva a generar incertidumbre e inestabilidad, lo que dificultaría la transición que propone el ejecutivo hacia una mayor participación del sector privado en la inversión y como motor principal del crecimiento económico y la generación de empleo. De superarse el déficit fiscal mediante las mencionadas reformas laborales, tributarias, y fiscales, el FMI aconseja la implementación de normas para evitar el exceso del gasto público en épocas de bonanza y la introducción de medidas anticíclicas en épocas de recesión.

PCR considera que, la economía ecuatoriana se encuentra en un periodo de transición en el cual será fundamental el correcto manejo del riesgo político que pudiere derivarse de las políticas y reformas que apuntan a una reconfiguración fiscal y productiva de la macroeconomía. De acuerdo con el Informe de Perspectivas Económicas Mundiales realizado por el Fondo Monetario Internacional se prevé para el año 2019, que el PIB real del Ecuador se contraiga en 0,5%, mientras que para el 2020 estima una recuperación del 0,5% como consecuencia de las reformas en la política fiscal y el sector real de la economía.

² INEC: Información estadística, informe JUN-19, Series Históricas y Tabulaciones
www.ratingspcr.com

Análisis de la Industria:

El sector comercial ha tenido un comportamiento variable en los últimos 5 años que se alinea con la evolución de la economía. En año 2016, el sector presentó una contracción del 4,36% frente a una reducción del 1,58% del Producto Interno Bruto (PIB). Al cierre del año 2017, se refleja una recuperación del sector del 5,48% y 3,00% del PIB según los datos reportados por el Banco Central del Ecuador. El sector comercial representa el 10,16% del PIB siendo la segunda industria más representativa, superado por el sector de manufactura con 11,51%.

En este sentido, es importante mencionar que la industria comercial es sensible al comportamiento del PIB ya que presenta una alta correlación de 0,76 veces. De igual manera la dinámica de las importaciones presenta cierta relación con las ventas de la empresa, siendo así que las restricciones que podrían presentarse en este componente pueden tener efectos en los niveles de ventas de algunos productos ofertados.

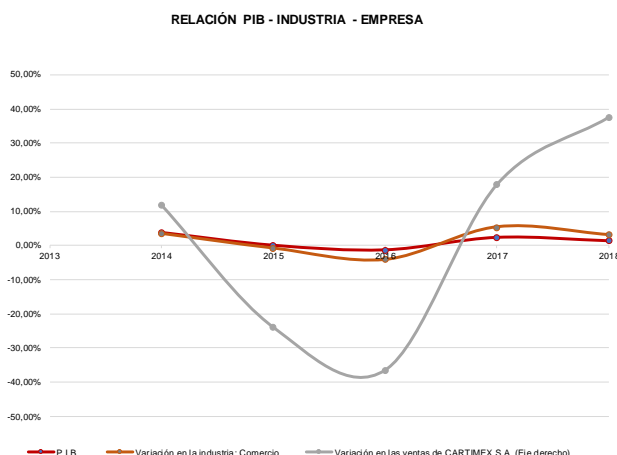
A octubre 2018 según la información reportada por el Banco Central del Ecuador, las importaciones totales presentaron un crecimiento interanual del 17% y las importaciones no petroleras crecieron un 13%. El principal destino de importación es China (US\$ 3.366 millones FOB), seguido de la Unión Europea, Estados Unidos, Colombia, Brasil y otros; todos los destinos presentaron crecimientos interanuales tras las medidas tomadas durante el 2018. Adicionalmente, los principales productos no petroleros importados son: Automóviles, maquinarias industriales y sus partes, medicina, artículos electrodomésticos, teléfonos y celulares³.

A nivel mundial el sector tecnológico ha ocupado gran participación dentro de la industria comercial con un comportamiento creciente, esto debido a que tanto los hogares como las empresas demandan más de recursos tecnológicos para satisfacer sus necesidades. En Ecuador, a inicios del 2015 entró en vigor varios incrementos arancelarios entre el 5% - 45% para diferentes artículos tecnológicos, lo que ocasionó una contracción en el sector, dado que los consumidores optaban por viajar a países vecinos como Perú y Colombia en donde no se presentaban impuestos. El principal objetivo de los aranceles era proteger los productos nacionales y controlar el déficit de la balanza comercial frente a la caída del petróleo. Con todo lo presentado y dado que no se estaba cumpliendo el principal objetivo, se decidió en el 2016 reducir progresivamente las sobretasas hasta que a mediados de junio se levantaron completamente.

Las salvaguardias que aparecieron por decisión del anterior Gobierno debieron cesar a mediados del 2016, sin embargo, las circunstancias adversas del terremoto forzaron su extensión por uno más, llegando a su fin a mediados de junio 2017. Según las estimaciones efectuadas por la Cámara de Comercio de Quito, el impacto de la reducción de las importaciones se cifró en US\$ 3.644 millones lo que impactó en las plazas laborales, alcanzando pérdidas de 80 mil plazas de empleo.

Con todo, el sector mantiene perspectivas positivas principalmente por la valoración de la tecnología y la importancia que ha adquirido con el pasar del tiempo, sin discriminar estratos sociales. Todo esto se ve reflejado en la demanda sostenida que se evidencia en los últimos años. Si bien, la depreciación de los artículos tecnológicos se incrementa y la revolución de la inteligencia son cada vez más avanzadas.

Para analizar la flexibilidad ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, se tomará en cuenta la relación del comportamiento del PIB, industria y empresa. En este caso, se observa una fuerte relación entre la industria y el PIB. Si bien, la principal afectación por parte de la empresa se evidencia en el 2015 y 2016 tras la entrada en vigor del incremento arancelario, que ocasionó que CARTIMEX generara menores ingresos en esos dos años. Luego de la eliminación progresiva de estas sobretasas se puede observar la mejora en la generación operativa de la empresa. se estima que dada la relevancia que mantiene la tecnología en la sociedad actualmente las ventas de la empresa no sean impactadas ante incrementos arancelarios.



A finales de octubre de 2019, los ingresos disminuyeron debido a desaceleración económica del país, por la paralización de once días que existió en el mes de octubre de 2019 y que afectó a las actividades de comercio, y por la dedicación del emisor a la venta exclusiva de sus productos a mayoristas. Este último evento ha hecho que la empresa, a partir de octubre de 2018, constituya a COMPUTRON como una entidad aparte para la venta de sus productos a minoristas. En consecuencia CARTIMEX vende los productos a COMPUTRON como mayorista, lo cual ocasiona que tenga una menor margen de ganancia.

Perfil y Posicionamiento del Emisor:

CARTIMEX S.A. es una empresa tecnológica fundada en 1996, que sigue siendo reconocida en el mercado ecuatoriano por su constante propuesta innovadora, ofreciendo la vanguardia y la calidad con flexibilidad de precios y créditos; constituyéndose como líder indiscutible de la comercialización tecnológica con la mayor cobertura en todo el Ecuador.

³ Disponible en: <https://www.comercioexterior.gob.ec/wp-content/uploads/2018/11/Informe-Mensual-Octubre-2018.pdf>

El enfoque de negocios como grupo empresarial con visión social, está dedicado a cubrir toda la red de distribución de hardware, partes, piezas y componentes de computación y electrónica. CARTIMEX cuenta con sus centros principales de atención y logística en las ciudades de Guayaquil y Quito, permitiendo gestionar negocios efectivos con sus clientes, bajo el concepto de sistema de atención descentralizado en el país.

Miles de metros cuadrados hoy día; y, creciendo más para áreas de bodega y tránsito, unido a un eficiente sistema de transportación privada otorga una eficaz y oportuna entrega a nivel nacional. El entorno tecnológico del Grupo CARTIMEX está integrado por varias empresas, instalaciones como ITTEK CORP (empresa americana, ubicada en Miami, USA), encargada de las operaciones de compras y negociaciones con proveedores internacionales. El compromiso de servicio de garantía lo realiza SERVITECH, otorgándoselos a todos los productos comercializados por CARTIMEX. Intelicom, el componente comercial más tradicional del Grupo CARTIMEX sigue enfocando sus metas en la atención corporativa.

Para atender las ventas minoristas, la compañía introdujo hace varios años el supermercado de tecnología llamado COMPUTRÓN, compuesto por un grupo de profesionales convencidos que la tecnología es un pilar fundamental para el desarrollo humano y social de todo individuo.

Comprendiendo la velocidad con que la tecnología se renueva, a través de estos almacenes la compañía tiene, en forma directa, la capacidad de asesorar a sus clientes en los constantes cambios de este tipo de productos. Mantiene un personal entrenado para brindar la más completa asesoría, en funciones de las inquietudes de las personas interesadas en adquirir bienes de tecnología, a fin de que sus productos se adapten a sus necesidades.

Las tiendas están provistas con una amplia variedad de productos en las diferentes líneas de tecnología, tales como computadoras, laptops, impresoras, accesorios, celulares, tablets, entre otros; con más de 8.000 productos en cada uno de sus locales en todo el país, a fin de ser una solución para la mayoría de las personas que requieran productos de tecnología.

COMPUTRÓN se considera la mayor y mejor propuesta tecnológica para el segmento de venta minorista en el Ecuador.

Las políticas de precio son fijadas por cada canal, siendo los productos vendidos a través de la cadena retail COMPUTRON, los que mayores márgenes producen, lo cual se complementa con el volumen de ventas al por mayor. COMPUTRON ha sido considerada como una entidad aparte a CARTIMEX a partir de octubre de 2018. Para el caso del canal Corporativo, en la mayoría de los casos, los precios dependen de la oportunidad y negociaciones que se logren con las marcas (descuentos especiales para este tipo de negocios).

CARTIMEX S.A. mantiene la representación de más de 45 marcas internacionales, entre las cuales se encuentran como principales: HP, EPSON, SAMSUNG, LG, DELL, MICROSOFT, INTEL, etc.

Respecto a la capacidad instalada, cuenta con 4 bodegas, 2 en Guayaquil, 1 en Durán y otra en la ciudad de Quito, las cuales en total suman más de 4.000 metros cuadrados. Esta capacidad le permite tener la expansión necesaria para un inventario en bodegas de aproximadamente USD14 millones. Como plan de crecimiento se cuenta con un terreno disponible en Durán por 10.000 metros cuadrados. Adicional, cuentan con bodegas en cada local que mantienen de Computron donde la mercadería es exhibida y de igual forma se encuentra

Respecto con el posicionamiento del emisor en el mercado, la administración mencionó que el 70% lo componen 4 empresas:

1. CARTIMEX S.A.
2. INTCOMEX (Multinacional)
3. Electrónica Siglo 21
4. TECNOMEGA

Con ello, a la fecha de corte CARTIMEX S.A. lidera en cuanto a nivel de ventas con una participación de alrededor el 21%.

Estrategias:

A octubre de 2018 la empresa cuenta con cobertura total a nivel nacional, por medio de sus 400 distribuidores. Por otra parte, Computron cuenta con 32 tiendas a nivel nacional. Si bien, durante el 2018 se inauguraron 8 tiendas de las cuales 3 no han alcanzado el punto de equilibrio. Se debe mencionar, que la empresa tiene como política que, si un local no alcanza su punto de equilibrio en el primer año, este es cerrado. Por otra parte, dentro de las estrategias establecidas por la empresa sobresalen:

1. Mejoraron la cobertura con los clientes de provincia del mayoreo, enfocándose a las principales cuentas con ánimo de hacer una gestión cuenta a cuenta y no simplemente de despacho de pedido.
2. Realizaron reestructuración en la ciudad de Quito, de su operación mayorista, ampliando las oficinas y bodegas a una mayor capacidad a fin de generar la debida cobertura al norte del Ecuador.

3. También tuvo un crecimiento de cuentas retail a nivel de mayoreo; la meta final de CARTIMEX S.A. fue de hacer crecer las ventas en grandes retails a través de mejores coberturas de crédito y disponibilidad de producto. Así como soporte comercial especializado.

4. Incrementaron locales de Computron: a. Crecimiento en Crédito Directo: dado a que dieron mayor énfasis a nivel de Retail en las ventas con crédito directo, en las tiendas de COMPUTRON lo que generan ventas sólidas.

Productos

Segmento Informática. - Esta línea siempre ha estado en crecimiento a lo largo de los últimos 10 años. Se compone de productos de mucho cambio tecnológico, y actualmente la principal demanda está en productos móviles. Esta línea se comercializa por los 3 canales de venta de la compañía.

Segmento Electrónica. - Este segmento es el que contiene artefactos para el hogar y entretenimiento, los cuales tienen una alta demanda, en especial en fechas pico como Día de la Madre y Navidad. Los productos de este segmento se comercializan por dos canales: mayoreo y retail. En esta línea la empresa cuenta con proveedores locales y productos importados. Los productos locales vienen en ascenso debido al incremento en los últimos meses de ensamblaje local de televisores principalmente.

Segmento Suministros. - Este segmento se compone en más de un 80% de tintas y toners para impresión, y constituye una línea de crecimiento constante desde los inicios de la compañía. Los productos de esta línea se comercializan a través de los canales de mayoreo y retail. Todos los suministros son importados y originales.

Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, PCR considera que CARTIMEX S.A., tiene un nivel de desempeño Aceptable (Categoría GC4, donde GC1 es la máxima y GC6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

CARTIMEX S.A. es un ente jurídico que se encuentra bajo el marco de la Superintendencia de Compañías. El capital accionario se encuentra dividido de la siguiente forma:

Participación Accionarial	
Nombres	Participación oct. 2019
Pharmacaps del Ecuador	18,61%
Furoiani Villagomez José Antonio	17,00%
Furoiani Zambrano José Luis	30,00%
Luna Jijon José Antonio	1,37%
Mortola Bernhard Fernando Andre	2,75%
Zambrano Poggi Jorge Emilio	30,27%

Fuente: Superintendencia de Compañías Valores y Seguros / Elaboración: PCR

El Directorio está compuesto por personas con diferente área de especialización acorde al cargo que desempeñan y todos los miembros cuentan con una experiencia superior a los 25 años. Adicional, el emisor también cuenta con un área de auditoría interna que reporta al Directorio. No obstante, no existe control de potenciales conflictos de interés al interior del Directorio; no cuenta con reglamento de Directorio; y no existen criterios para la selección de directores independientes.

Por otra parte, la empresa cuenta con una política de información aprobada formalmente que es publicada en todas las áreas de la empresa. Adicional cuenta con un área encargada de la comunicación con los accionistas, designada formalmente, que se efectúa por medio del departamento de Recursos Humanos.

Empleados y Sistema Informático

CARTIMEX S.A. cuenta con 478 empleados y Computron S.A. cuenta con 290 empleados. En este sentido, la empresa efectúa evaluaciones a sus empleados al finalizar el año. Por otra parte, la plana gerencial cuenta con una vasta experiencia en los cargos que desempeñan y su formación profesional va acorde al perfil requerido. Respecto al sistema contable empleado por la empresa se denomina "DROBA"

Responsabilidad Social

Producto del análisis efectuado, PCR considera a la empresa CARTIMEX S.A., con un nivel de desempeño Bueno (Categoría RSE3, donde RSE1 es la máxima y RSE6 es la mínima) respecto a sus prácticas de responsabilidad social.

CARTIMEX S.A. realiza algunas acciones que promueven la eficiencia energética. Si bien, la administración efectúa charlas y seminarios orientados a la concientización energética. Por otra parte, mediante disposición del Ministerio del Ambiente la entidad cuenta con campañas y ánforas en cada una de sus tiendas con el fin de reciclar celulares. Respecto con el consumo racional del agua, CARTIMEX S.A. realiza mantenimiento mensual a sus edificios con el fin de monitorear fugas del líquido vital.

Se debe destacar que la empresa evalúa a sus proveedores bajo criterios ambientales con el fin de obtener productos que sean eco amigables con el sistema. CARTIMEX S.A. cuenta con un código de ética y conducta, además cuenta con políticas formales que promueven la igualdad de oportunidades.

Calidad de Activos:

El total de activos de CARTIMEX S.A ha presentado una tendencia creciente durante el periodo de análisis, excepto por el 2015 en donde decrecieron 19,53% debido a una disminución en las cuentas por cobrar comerciales. El emisor se ha caracterizado por mantener una mayor concentración en activos a corto plazo, en donde los inventarios y las cuentas por cobrar han sido los de mayor representatividad. A la fecha de corte, se mantiene esta estructura (88,77% activos corrientes, 11,23% activos no corrientes), al igual que la tendencia observada anteriormente. Los activos a octubre 2019 de US\$ 61,82 millones se incrementaron en 3,02% con respecto a su similar periodo anterior.

Por su parte, los activos corrientes han mantenido un crecimiento promedio del 6,76% durante los últimos cinco años el cual se ha visto impulsado principalmente por el incremento de las cuentas por cobrar al igual que el inventario, acorde al giro del negocio. Mientras que para finales de octubre de 2019, los activos corrientes se incrementaron en 3,41% con respecto a su similar periodo anterior con lo que totalizaron US\$ 54,88 millones. Los mismos se encuentran conformados por: cuentas por cobrar comerciales (36,98%) e inventarios (33,63%).

Las cuentas por cobrar comerciales alcanzaron un valor de US\$ 20,94 millones y se expandieron en 5,32% (oct18; oct19) debido a mayores plazos de pago otorgados a los clientes, es importante considerar que el emisor participa en un sector muy competitivo en precios y plazos para la otorgación de créditos; por lo cual, ha optado por ser más flexible con los días de cobro. Adicional, dentro de este rubro se registran el pago con cheque, crédito directo, provisiones. La cartera mantiene una estructura sana puesto que el 93,88% se encuentra dentro de la cartera por vencer. El emisor presenta una morosidad del 6,12%. Adicional, la cartera de difícil recuperación, en rangos superiores a los 90 días, representa únicamente el 1,52% del total.

Los créditos son clasificados en base: al monto, tipo de producto y garantías, por lo general es necesario un cheque de respaldo previo al despacho de la mercancía. Por otra parte, CARTIMEX S.A. mantiene un seguro sobre la cartera de difícil recaudo, con una cobertura del 85%. La compañía posee una cartera diversificada puesto que el principal cliente comercial representó el 2,49% del total de ventas. El resto de los clientes mantienen una participación menor al 2,50% cada uno. El detalle se muestra a continuación:

PRINCIPALES CLIENTES OCTUBRE DE 2019		
NOMBRE	TOTAL	Participación
COMPAÑIA GENERAL DE COMERCIO Y MANDATO S.A.	1.850.409,90	2,49%
ICESA S.A.	1.797.599,14	2,42%
GOCORPORATION S.A.	1.730.423,13	2,33%
CRECOSCORP S.A.	1.704.557,38	2,29%
COMOHOGAR SA	1.689.179,10	2,27%
GRUPOCOOL S.A.	1.674.758,04	2,25%
CORPORACION JARRIN HERRERA CIA. LTDA.	1.625.243,47	2,19%
COMERCIAL ETATEX C.A.	1.526.668,01	2,05%
RUIZ PASPUEL DAVID SALOMON	1.140.512,58	1,53%
JUAN MARCET COMPAÑIA LIMITADA	1.004.129,55	1,35%
Total	15.743.480,31	21,17%

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

A partir de octubre de 2018 CARTIMEX se dedica 100% a la distribución mayorista dejando independiente el segmento *retail*. Con ello, nace COMPUTRONSA S.A. empresa constituida con el objetivo de atender al mercado minorista. A pesar de esta estructura CARTIMEX se encarga completamente de la administración del inventario y logística, con el fin de mantener una buena gestión de los productos.

Los inventarios sumaron un total de US\$ 18,46 millones a finales de octubre de 2019, con lo que decrecieron en 9,00% con respecto a su similar periodo anterior el cual se encuentra explicado por menores niveles de ventas. Cabe destacar que dentro del inventario se contabilizan los productos que están en bodegas, en tránsito e importaciones. Toda la mercadería cuenta con una cobertura total para daños hasta la entrega del producto al cliente. Adicionalmente, la empresa cuenta con el almacenamiento necesario para sus productos y en caso de necesitar espacio extra, este es alquilado provisionalmente hasta que la mercancía sea distribuida a todas las tiendas. CARTIMEX cuenta con un departamento encargado de la logística y análisis de stock para contar con los insumos necesarios.

En cuanto a las otras cuentas por cobrar, estas se encuentran conformadas principalmente por las cuentas por cobrar con tarjetas de crédito, cuentas por cobrar por liquidar y derechos fiduciarios. Estas últimos totalizaron US\$ 1,80 millones producto de la titularización de la cartera de CARTIMEX que tiene como objetivo el incremento de capital de trabajo.

Los activos no corrientes presentaron un ligero crecimiento interanual (0,04%) con lo que totalizaron US\$ 2,29 millones. Los mismos se encuentran conformados principalmente por propiedades, equipo, y cuentas por cobrar a largo plazo. Las propiedades y equipo se contrajeron debido a la depreciación que sufrieron. Las cuentas por cobrar

a largo plazo, por su parte, se incrementaron en 23,56% (oct18; oct19) totalizando US\$ 2,29 millones. Este crecimiento se encuentra explicado principalmente por la transferencia de la cartera de COMPUTRON como parte de pago a CARTIMEX, la cual tiene plazos superiores a los 360 días.

Cabe mencionar que la empresa se ha caracterizado por financiar el crecimiento de sus activos mediante el uso de deuda. A la fecha de corte, del total de activos, el 89,51% se encuentra financiado con pasivos, mientras que la diferencia (10,49%) con patrimonio.

Pasivos:

Los pasivos de CARTIMEX han presentado una tendencia creciente durante los últimos cinco años (2014 - 2018), excepto del 2014 a 2015 en donde decrecieron 11,12% debido a la disminución de deuda con los proveedores dado los menores niveles de ventas de los años en mención. El crecimiento promedio anual de los pasivos para el periodo 2015 – 2018 es del 16,54% el cual se deriva principalmente al dinamismo de sus principales rubros (proveedores y obligaciones financieras al corto plazo).

El emisor se ha caracterizado por mantener una mayor concentración de los pasivos en el corto plazo. A finales de octubre de 2019 se mantiene esta estructura en donde los pasivos a corto plazo representaron el 80,65%. Los mismos sumaron US\$ 55,36 millones con lo que se incrementaron en 3,02% con respecto a su similar periodo anterior. Los pasivos se encuentran conformados principalmente por proveedores (56,48%), préstamos y obligaciones financieras a corto y largo plazo (30,53%).

Las cuentas por pagar a proveedores a octubre 2019 se incrementaron en 7,10% interanualmente con lo que sumaron US\$ 31,25 millones. Este crecimiento se encuentra acorde al incremento de las cuentas por cobrar. La mayoría de los proveedores de CARTIMEX provienen del exterior debido a que en Ecuador no se producen gran parte de los productos que comercializa la empresa. Entre los principales países de donde provienen están Estados Unidos, Panamá, Perú, Hong Kong, entre otros. En este sentido, entre sus principales proveedores se encuentran Samsung, Epson, DELL y Hewlett Packard.

Es importante destacar, que debido a la alta rotación de los productos tecnológicos; CARTIMEX cuenta con un precio protegido, es decir, en caso de que no se venda algún producto los proveedores emiten una nota de crédito a favor de la empresa, con el objetivo de que CARTIMEX no se vea afectado por la reducción del precio.

La deuda financiera ha mantenido una tendencia creciente desde diciembre de 2015. Esta se ha caracterizado por poseer una mayor concentración en el corto plazo. Sin embargo, a la fecha de corte, del total de US\$ 16,89 millones, la mayor parte se concentra en el largo plazo (58,46%) lo que ha favorecido sobre los indicadores de liquidez.

Las obligaciones financieras a corto plazo totalizaron US\$ 7,02 millones. Dentro de las mismas se encuentran la deuda con siete diferentes entidades nacionales al igual que el tercer papel comercial que contabiliza US\$ 3,00 millones. El crecimiento de este rubro a la fecha de corte (60,29% oct18) se encuentra explicado principalmente por la adquisición de nueva deuda bancaria al igual que por la amortización de una parte papel comercial, que en octubre de 2018 se encontraba en el largo plazo. La tasa de interés promedio sobre esta deuda es del 8,63%.

En cuanto a los préstamos y obligaciones financieras a largo plazo (US\$ 9,88 millones), estos disminuyeron en US\$ 1,16 millones con respecto a su similar periodo anterior producto de la amortización de la quinta emisión de obligaciones al igual que por el traslado de una parte del papel comercial (US\$ 1,16 millones) al corto plazo, como se había mencionado anteriormente. La tasa de interés promedio sobre la deuda con instituciones financieras a largo plazo es del 8,42%.

A la fecha de corte el emisor se mantiene al día en el pago de sus obligaciones financieras, mercado de valores, SRI e IESS.

Saporte Patrimonial:

El patrimonio de CARTIMEX S.A. al 2015 presentó una contracción del 51,12% (dic14) debido a las glosas tributarias que mantenía la empresa (US\$ 5,89 millones) de años anteriores. Posteriormente se observó una tendencia creciente hasta 2017 y para el 2018 disminuyó por la absorción de las pérdidas acumuladas, con las cuentas de resultados acumulados por adopción por primera vez NIIF, reservas por fusión y una parte de las utilidades del 2015.

A finales de octubre de 2019 el patrimonio se expandió en 3,01% con respecto a su similar periodo anterior, producto de la acumulación de las utilidades, con lo que sumó US\$ 6,49 millones. La empresa no mantiene una política de reparto de dividendos y en los últimos años no se han efectuado pago a los accionistas, reflejando este último el compromiso del accionista para la mejora de desempeño del emisor. El patrimonio, a octubre de 2019, se encuentran conformado principalmente por capital social (60,04%), y reservas legales (17,14%).

El capital social de CARTIMEX no ha presentado variaciones durante el periodo de análisis, el mismo que se encuentra conformado por 3,89 millones de acciones valoradas en US\$ 1 cada una. El principal accionista es Jorge Emilio Zambrano con 30,27% de participación, seguido de José Luis Zambrano con el 30,00%. El porcentaje restante se distribuye entre cuatro accionistas. Es importante mencionar que el 24 de abril de 2019 la empresa Bernat LLC. Vendió 724,721 acciones a la empresa Pharmacaps del Ecuador.

CARTIMEX S.A. es una empresa que se ha caracterizado por financiar la mayor parte de sus activos con pasivos, los cuales en el 2014 representaron el 79,98% del total de los activos y desde esta fecha han incrementado su

representatividad. A octubre de 2019, los pasivos representaron el 89,51% del total mientras que el patrimonio el 10,49%. A pesar de la baja participación del patrimonio, ante un caso extraordinario, los activos libres de gravamen cubrirían casi la totalidad de los pasivos (90,53%).

Desempeño Operativo:

CARTIMEX S.A. es una empresa tecnológica reconocida en el mercado ecuatoriano por su constante propuesta innovadora, flexibilidad de precios y créditos; constituyéndose como líder en la comercialización tecnológica con una cobertura total a nivel nacional. La empresa comercializa por medio de 400 distribuidores mayoristas y para abarcar las ventas minoristas, la compañía introdujo hace varios años el supermercado de tecnología llamado COMPUTRÓN.

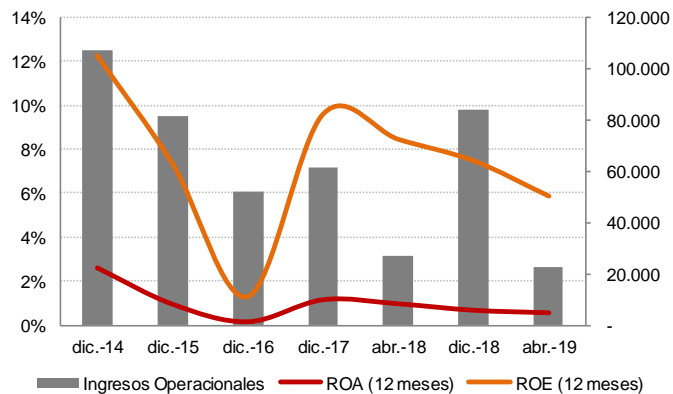
CARTIMEX S.A cuenta con una amplia variedad de productos en las diferentes líneas de tecnología, tales como computadoras, laptops, impresoras, accesorios, celulares, tablets, entre otros; con más de 8.000 productos en cada uno de sus locales en todo el país, a fin de ser una solución para la mayoría de las personas que requieran productos de tecnología.

Las ventas de la empresa se encuentran relacionadas al comportamiento de la economía y durante el periodo de análisis, se han visto afectadas por la implementación de políticas públicas. En los años 2015 y 2016 las mismas se contrajeron debido a la implementación de salvaguardias a los productos tecnológicos al igual que la situación que económica que atravesaba el país. Por otro lado, para los años 2017 y 2018 se observa que las ventas incrementaron como resultado de la disminución progresiva del arancel al igual que los tratados con otros países. Es importante mencionar que los ingresos claves de la empresa se dan en las siguientes festividades:

1. Día de la Madre
2. Día del Niño
3. Día del Padre
4. Black Friday
5. Navidad

A finales de octubre de 2019, los ingresos disminuyeron debido a desaceleración económica del país, por la paralización de once días que existió en el mes de octubre de 2019 y que afectó a las actividades de comercio, y por la dedicación del emisor a la venta exclusiva de sus productos a mayoristas. Este último evento ha hecho que la empresa, a partir de octubre de 2018, constituya a COMPUTRON como una entidad aparte para la venta de sus productos a minoristas. En consecuencia CARTIMEX vende los productos a COMPUTRON como mayorista, lo cual ocasiona que tenga una menor margen de ganancia.

Gráfico No. 1
Márgenes



Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Los clientes de CARTIMEX se encuentran diversificados puesto que ninguno de ellos posee una participación superior al 3,00%. Los cincuenta mayores clientes comerciales representan el 53,52% del total. El principal cliente, a la fecha de corte, es COMPUTRON con una representación aproximada del 30.00%

Acorde a las líneas que mantiene la empresa a la fecha de corte, se observa un decrecimiento en todos los rubros excepto por la línea de escritorio. Los detalles se presentan a continuación:

Ingresos CARTIMEX S.A. por línea de negocio (US\$)			
Línea de negocio	Total Oct 2018	Total Oct 2019	Variación (%)
Laptops	21.015.650,25	16.812.878,63	-20,00%
Impresoras y Escaners	13.975.757,70	13.451.066,12	-3,75%
De escritorio y All in One	6.048.293,27	6.340.928,12	4,84%
Celulares y Tablets	7.079.124,47	5.933.882,41	-16,18%
TV y Video	9.599.273,80	5.490.239,59	-42,81%
Componentes	4.417.079,34	3.271.925,25	-25,93%
Computadoras	2.361.444,21	2.071.108,70	-12,29%
Protección de voltaje	1.338.662,14	1.214.991,98	-9,24%
Clima	1.169.782,29	1.072.586,78	-8,31%
Otros	2.401.038,76	2.960.912,33	23,32%
Total	69.406.106,23	58.620.519,91	-15,54%

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Los costos de la empresa han presentado el mismo comportamiento que las ventas. A la fecha de corte, los mismos suman US\$ 49,34 millones. Por su parte, los gastos operacionales presentaron un decrecimiento interanual del 33,21% totalizando US\$ 7,38 millones. Desde noviembre de 2018, CARTIMEX ha separado por completo los gastos operacionales de COMPUTRON, lo que incidió sobre la disminución de esta cuenta.

El emisor ha logrado mantener un margen estable de costos con respecto al total de ingresos durante los últimos cinco años. Sin embargo, a finales de octubre de 2019, este margen ha incrementado a 84,06% producto de la dedicación exclusiva del emisor a la venta al mayorista. Este hecho tuvo efecto sobre la utilidad bruta, la cual se contrajo 26,02% (oct18; oct19) totalizando US\$ 9,36 millones.

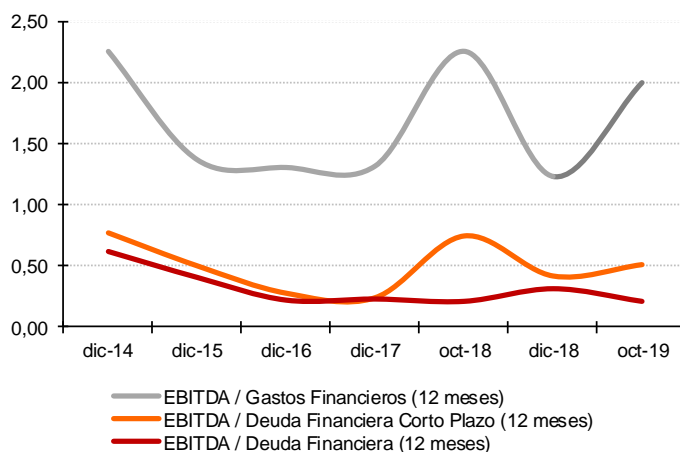
En cuanto al margen de gastos operacionales con respecto al total de ingresos, este ha mejorado debido a que la constitución de COMPUTRON también ha permitido al emisor incurrir en menores gastos administrativos. El margen de gastos con respecto a ingresos se ubicó en 12,56% siendo el valor más bajo del periodo analizado.

Finalmente, la amortización de la deuda ha hecho que la utilidad bruta decrezca en 18,18% (oct18; oct19) con lo que totalizó US\$ 998 mil. Este decrecimiento ha afectado a los indicadores de rentabilidad. La rentabilidad sobre los activos (ROA) se situó en 1,61%, mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) en 15,39%.

Cobertura con EBITDA:

La generación de flujos EBITDA ha presentado una tendencia decreciente desde el 2014 hasta el 2017 producto de la desaceleración económica al igual que por la implementación de las salvaguardias a los productos tecnológicos. Sin embargo, a diciembre de 2018, se rompe esta tendencia como resultado de la eliminación del arancel. De octubre de 2018 a octubre de 2019 se observa un crecimiento interanual del 9,59% en la generación de flujos EBITDA con lo que totalizó US\$ 2,97 millones. Si bien la utilidad bruta ha disminuido interanualmente como resultado de menores niveles de ventas al igual que mayores descuentos a Computron, principal cliente constituido en octubre de 2018; la creación de esta empresa también permitió a CARTIMEX disminuir sus gastos operacionales, favoreciendo sobre la generación de flujos del periodo.

Gráfico No. 3
Cobertura



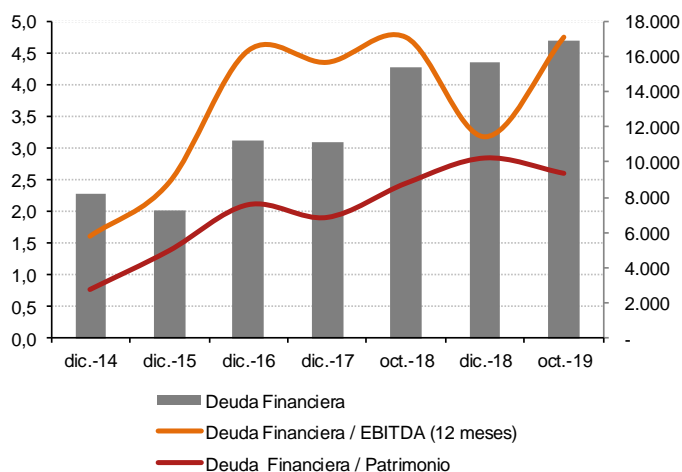
Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

El emisor, durante los últimos cinco años, ha presentado una cobertura total de sus gastos financieros con respecto a la generación de sus flujos EBITDA. A la fecha de corte, esta cobertura disminuyó a 1,99 veces debido a que la amortización de la deuda ha hecho que los gastos financieros se incrementen en 23,57% (oct18; oct19). Sin embargo, el crecimiento del EBITDA ha logrado brindar el mismo nivel de cobertura con respecto al total de la deuda financiera en comparación con su similar periodo anterior (0,21 veces).

Endeudamiento:

La deuda financiera, durante los últimos años, ha mantenido una tendencia creciente con el objetivo de soportar las actividades de operación y financiamiento. El emisor se ha caracterizado por mantener una mayor ponderación de la deuda en el corto plazo. Sin embargo, gracias a la Quinta emisión de obligaciones realizada en el mes de agosto de 2018, la estructura ha cambiado. La deuda a corto plazo, que para finales de agosto de 2018 representó el 28,48% del total, a la fecha de corte incrementó su representatividad (41,54%) debido a la amortización del III papel comercial al corto plazo. En su totalidad, la deuda financiera alcanzó un valor de US\$ 16,89 millones y se incrementó en 9,63% con respecto a su similar periodo anterior. Este crecimiento se encuentra explicado por mayores plazos de pago que el emisor está otorgando a sus clientes y que requieren que incurra en mayor deuda para capital de trabajo.

Gráfico No. 4
Endeudamiento



Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

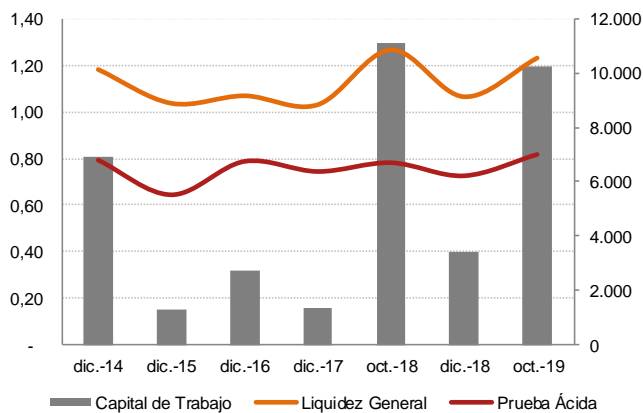
El crecimiento de los activos de la empresa se ha visto impulsado principalmente por la adquisición de nueva deuda. Por esta razón, los niveles de apalancamiento han mostrado una tendencia creciente durante el periodo de análisis. A la fecha de corte, la acumulación de utilidades ha logrado que el patrimonio se fortalezca en similar proporción que el crecimiento de los pasivos, con lo que empresa mantiene los mismos niveles de apalancamiento (8,53 veces).

Con respecto a la capacidad de pago de la empresa, esta ha mantenido un comportamiento creciente hasta 2016 en donde se estabilizó alrededor de 4,01 veces. De forma interanual (oct18; oct 19) el incremento de la deuda al igual que una menor generación de flujos haría que emisor pudiera cubrir la totalidad de la deuda en 5,72 años.

Liquidez y Flujo de Efectivo:

Durante los últimos cinco años (2014 – 2018) el emisor ha logrado mantener adecuados niveles de liquidez, los cuales se encuentran alrededor de 1,08 veces. A la fecha de corte, el incremento de las obligaciones financieras al igual que las cuentas por pagar a los proveedores ha reducido ligeramente el indicador de liquidez con lo que se ubicó en 1,23 veces. La empresa mantiene una alta participación de inventario (29,85% del total de activos), debido a su giro natural del negocio, lo afecta al indicador de prueba ácida. Sin embargo, a finales de octubre de 2019, este indicador presentó una mejora, situándose en 0,82 veces, el cual se encuentra explicado por el incremento de las cuentas por cobrar comerciales.

Gráfico No. 5
Liquidez y Capital de Trabajo



Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

La empresa se ha caracterizado por mantener un capital de trabajo positivo durante el periodo de análisis. A la fecha de corte, la empresa demuestra un adecuado manejo de este, el cual contabiliza US\$ 10,25 millones y brinda soporte a las actividades de operación del negocio.

En cuanto al flujo de efectivo, las actividades de operación presentaron un saldo positivo por US\$ 722,62 mil producto del efectivo recibido de los clientes, al igual que por la titularización una parte de la cartera cuantificada en US\$ 1,79 millones. Las actividades netas de inversión presentaron un saldo negativo por US\$ 205,54 mil debido a la adquisición de propiedad planta y equipo, y las actividades de financiamiento un saldo de US\$ -74,12 mil debido al pago de la deuda. La suma de estos valores junto al saldo inicial del periodo (US\$ 2,49 millones) respaldan el saldo final del periodo que se sumó US\$ 2,94 millones.

Situación de la Emisión:

La Quinta Emisión de Obligaciones de CARTIMEX S.A. US\$ 4,00 millones está respaldada por la Garantía General del emisor. El plazo de la presente emisión es para la primera clase 540 días, para la segunda clase 720 días, para la tercera clase 900 días y para la cuarta clase 1.080 días. El pago de los intereses es trimestral y el pago del capital es al vencimiento para las tres primeras clases y semestralmente para la cuarta clase.

Instrumento Calificado

V Emisión de Obligaciones

Con fecha 08 de mayo de 2018, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de CARTIMEX S.A., misma que estuvo conformada por la totalidad de sus accionistas y se decidió aprobar la Quinta Emisión de Obligaciones con garantía general por un monto de US\$ 4'000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de los Valores V Emisión de Obligaciones						
Emisor:	CARTIMEX S.A.					
Monto de la Emisión:	US\$ 4.000.000,00					
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América					
Series, monto y plazo	Clase	Monto (US\$)	Plazo (días)	Amortización de capital	Pago de interés	Tasa
	1	800.000,00	540	Al Vencimiento	Trimestral	8,00%
	2	800.000,00	720	Al Vencimiento	Trimestral	8,25%
	3	800.000,00	900	Al Vencimiento	Trimestral	8,50%
	4	1.600.000,00	1.080	Semestral	Trimestral	8,50%
Contrato de Underwriting:	La presente emisión no tiene contrato de underwriting.					
Rescates anticipados:	El presente Emisión de Obligaciones no considera rescates anticipados ni sorteos para su redención anticipada.					
Sistema de Colocación:	La colocación de las obligaciones se podrá realizar en el mercado primario y en el mercado secundario solamente a través del mercado bursátil.					
Agente Pagador:	DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A.					
Estructurador Financiero, Legal y Agente Colocador:	Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
Representante de los Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Destino de los recursos:	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados en un 100% a capital de trabajo consistente en la compra de inventario de equipos de cómputo y tecnología.					
Resguardos de ley:	1) a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, b) Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. 2) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora, 3) Mantener durante la vigencia de la emisión de obligaciones. La relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, del Título III de la Codificación de las Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.					
Límite de Endeudamiento	La compañía Cartimex S.A., se ha comprometido, conforme el acta de junta extraordinaria de accionistas que aprobó la emisión de obligaciones, a mantener un límite de endeudamiento consistente en una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.					
Garantía:	La presente emisión se encuentra respaldada por Garantía General en los términos que establece la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos.					
Fecha de Autorización	03 de Agosto del 2018					
Fecha de Vencimiento:	La emisión culmina el 14 de Agosto del 2021					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La colocación de los valores se inició el 14 de agosto de 2018; de los que se vendió el 100% de las obligaciones emitidas el 03 de agosto de 2018. A continuación, se muestran los pagos efectuados de las distintas series y los valores pendientes a redimir, acorde a la tabla de amortización que se muestra en los anexos:

Saldo de Capital (US\$)					
Serie	Monto	Colocado	Capital Pagado	Interés Pagado	Total Pagado
1	800.000,00	800.000,00	-	64.000,00	64.000,00
2	800.000,00	800.000,00	-	66.000,00	66.000,00
3	800.000,00	800.000,00	-	68.000,00	68.000,00
4	1.600.000,00	1.600.000,00	533.333,33	124.666,67	658.000,00
Total	4.000.000,00	4.000.000,00	533.333,33	322.666,67	856.000,00

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Destino de los Recursos:

Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados en un 100% a capital de trabajo consistente en la compra de inventario de equipos de cómputo y tecnología.

DESTINO	MONTO US\$
Capital de Trabajo	4.000.000,00
TOTAL	4.000.000,00

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Los resguardos establecidos por Ley vigentes, en detalle son los siguientes:

- Para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete 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;

Resguardo de liquidez								
Descripción	II Semestre							
	feb.-19	mar.-19	abr.-19	May.-19	jun.-19	Jul.-19	Semestral	Límite ≥ 1
Indicador de Liquidez	1,1	1,08	1,09	1,1	1,13	1,18	1,12	Cumple
	III Semestre							
	agos. -19	sep.19	oct.-19				Semestral	Límite ≥ 1
	1,2	1,08	1,23				1,17	Cumple

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

A la fecha de corte el emisor cumple con el indicador de liquidez, el cual se encuentra mayor a 1.

- 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.

Resguardo de liquidez		
Activos Reales/ Pasivos Exigibles	oct.-19	Límite ≥ 1
		1,12

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos exigibles mayor a 1.

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte no se han repartido dividendos mientras existan obligaciones en mora, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

- Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores).

A la fecha de corte el emisor cumple con lo establecido en la ley

Situación de la Emisión:

El Tercer Programa de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial de CARTIMEX S.A. de hasta US\$ 3,00 millones está respaldada por la Garantía General del emisor. El plazo de la presente emisión es de 720 días con amortización de capital al vencimiento y cupón cero.

III Papel Comercial

Con fecha 19 de diciembre de 2017, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de CARTIMEX S.A., misma que estuvo conformada por la totalidad de sus accionistas y se decidió aprobar el Tercer Papel Comercial con garantía general por un monto de US\$ 3'000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de los Valores III Papel Comercial				
Emisor:	CARTIMEX S.A.			
Monto de la Emisión:	Hasta US\$ 3.000.000,00			
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América			
Series, monto y plazo	Monto (US\$)	Plazo (días)	Amortización de capital	Tasa
	3.000.000,00	Hasta 359	Al Vencimiento	Cupón cero
Plazo del programa	720 días contados a partir de la fecha de la resolución aprobatoria del proceso			
Contrato de Underwriting:	La presente emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial no contempla contrato de underwriting.			
Rescates anticipados:	El presente programa de papel comercial no contempla sistema de sorteos ni rescates anticipados.			
Sistema de Colocación:	La colocación de las Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial descritos en el presente documento se realizará a través del mercado bursátil.			
Agente Pagador:	DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A.			
Estructurador Financiero, Legal y Agente Colocador:	Plusbursátil Casa de Valores S.A.			
Representante de los Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.			
Destino de los recursos:	Los recursos obtenidos de la emisión de papel comercial serán destinados en un 100% a capital de trabajo consistente en la compra de inventario de equipos de cómputo y tecnología.			
Resguardos de ley:	1) a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, b) Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.			
	2) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora,			
	3) Mantener durante la vigencia de la emisión de obligaciones. La relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, del Título III de la Codificación de las Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.			
Límite de Endeudamiento	La compañía Cartimex S.A., se ha comprometido, conforme el acta de junta extraordinaria de accionistas que aprobó la emisión de obligaciones, a mantener un límite de endeudamiento consistente en una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.			
Garantía:	La presente emisión se encuentra respaldada por Garantía General en los términos que establece la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos.			
Fecha de Autorización	10 de Abril del 2018			
Fecha de Vencimiento	30 de Marzo de 2020			

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

A continuación, se detalla los saldos por amortizar de la colocación:

Fecha Colocación	Fecha Emisión	Fecha Vencimiento	Plazo	Emitido
22/10/2019	22/10/2019	30/3/2020	160	50.000,00
22/10/2019	22/10/2019	30/3/2020	160	80.000,00
9/9/2019	9/9/2019	9/3/2020	182	100.000,00
14/8/2019	14/8/2019	10/2/2020	180	168.000,00
12/8/2019	12/8/2019	7/2/2020	179	100.000,00
12/2/2019	12/2/2019	6/2/2020	359	32.000,00
31/7/2019	31/7/2019	27/1/2020	180	334.063,08
29/1/2019	29/1/2019	23/1/2020	359	20.000,00
24/7/2019	24/7/2019	20/1/2020	180	44.000,00
17/9/2019	17/9/2019	15/1/2020	120	250.000,00
12/7/2019	12/7/2019	8/1/2020	180	293.000,00
6/9/2019	6/9/2019	6/1/2020	122	100.000,00
28/8/2019	28/8/2019	26/12/2019	120	40.000,00
26/8/2019	26/8/2019	24/12/2019	120	200.000,00
21/6/2019	21/6/2019	18/12/2019	180	19.099,00
20/6/2019	20/6/2019	17/12/2019	180	122.000,00
12/8/2019	12/8/2019	10/12/2019	120	171.801,00
5/6/2019	5/6/2019	2/12/2019	180	100.000,00
5/12/2018	5/12/2018	29/11/2019	359	50.000,00
29/7/2019	31/7/2019	28/11/2019	120	104.124,00
4/12/2018	4/12/2018	28/11/2019	359	90.000,00
20/5/2019	20/5/2019	18/11/2019	182	70.000,00
20/5/2019	20/5/2019	16/11/2019	180	30.000,00
17/7/2019	17/7/2019	14/11/2019	120	0,30
17/7/2019	17/7/2019	14/11/2019	120	116.921,62
17/5/2019	17/5/2019	13/11/2019	180	144.000,00
14/5/2019	14/5/2019	11/11/2019	181	40.000,00
13/5/2019	13/5/2019	11/11/2019	182	30.000,00
11/7/2019	11/7/2019	8/11/2019	120	81.491,00
6/5/2019	6/5/2019	5/11/2019	183	15.000,00
Total				2.995.500,00

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Destino de los Recursos:

Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados en un 100% a capital de trabajo consistente en la compra de inventario de equipos de cómputo y tecnología.

DESTINO	MONTO US\$
Capital de Trabajo	3.000.000,00
TOTAL	3.000.000,00

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Los resguardos establecidos por Ley vigentes, en detalle son los siguientes:

4. Para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:
 3. 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;

Resguardo de liquidez								
Descripción	I Semestre							
Indicador de Liquidez	abr.-19	May.-19	jun.-19	Jul.-19	Agos. -19	sep.19	Semestral	Límite ≥ 1
	1,09	1,1	1,13	1,18	1,2	1,08	1,13	Cumple
	II Semestre							
	oct. - 19						Semestral	Límite ≥ 1
1,23						1,23	Cumple	

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

A la fecha de corte, el emisor cumple con el indicador de liquidez semestral correspondiente (1,13%). A octubre de 2019 se ubica en 1,23.

4. 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.

Resguardo de liquidez		
Activos Reales/ Pasivos Exigibles	oct.-19	Límite ≥ 1
	1,12	Cumple

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos exigibles mayor a 1.

5. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte no se han repartido dividendos, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

6. Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores).

A la fecha de corte el emisor cumple con lo establecido en la ley

Limitaciones de Endeudamiento

La compañía Cartimex S.A., se ha comprometido, conforme el acta de junta extraordinaria de accionistas que aprobó la emisión de obligaciones, a mantener un límite de endeudamiento consistente en una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.

El total de la deuda financiera en relación con el total de los activos representa 0,11. En este sentido, el emisor cumple con el resguardo estipulado.

Proyecciones de la Emisión

Estado de Resultados

Las ventas de CARTIMEX se contrajeron para los años 2015 y 2016 debido a las salvaguardias implementadas a los productos tecnológicos, la situación económica que atravesaba el país y el contrabando de tecnología de países vecinos. Durante los años 2017 y 2018 se observa una recuperación de las ventas (+18,00% dic16-dic17; +37,70% dic17-dic18) debido a la disminución progresiva de arancel y los tratados con otros países.

CARTIMEX S.A cuenta con una amplia variedad de productos en las diferentes líneas de tecnología, tales como computadoras, laptops, impresoras, accesorios, celulares, tablets, entre otros; con más de 8.000 productos en cada uno de sus locales en todo el país, a fin de ser una solución para la mayoría de las personas que requieran productos de tecnología. A la fecha de corte, las laptops fueron el producto más representativo con el 28,68% del total, seguido por las impresoras y escáneres.

En cuanto al cumplimiento de las proyecciones, a finales de octubre 2019 se observa un adecuado avance en el cumplimiento de las ventas (71,61%) considerando la desaceleración económica del país, la paralización de once días que existió en el mes de octubre de 2019 y que afectó a las actividades de comercio, y dedicación del emisor a la venta de mayoristas. Este último evento ha hecho que el emisor, a partir de octubre de 2018, constituya a COMPUTRON como una empresa aparte para la venta de sus productos a minoristas. En consecuencia CARTIMEX, al no vender directamente los productos al consumidor final, se los vende a COMPUTRON como mayorista, lo cual ocasiona que tenga una menor margen de ventas.

Los gastos de operación alcanzaron un menor cumplimiento debido a que la constitución de COMPUTRON también ha permitido al emisor tener menores gastos administrativos. En cuanto a los gastos financieros, estos superaron el 100% debido a la amortización de la deuda.

Los ingresos extraordinarios han favorecido sobre la utilidad del periodo la cual alcanzó un adecuado cumplimiento de 93,06%. Sin embargo, es importante mencionar que a la fecha de corte no se está considerando la participación de trabajadores e impuesto a la renta por lo que los resultados netos pueden estar sobre estimados.

MILES (US\$)								
ESTADO DE RESULTADOS	2018	dic-18	Cumplimiento %	2019	oct-19	Cumplimiento %	2020	2021
Ingresos	78.072	84.820	108,64%	81.975	58.700	71,61%	84.435	86.968
Costo de ventas	63.284	67.569	106,77%	66.448	49.343	74,26%	68.442	70.495
Utilidad bruta en ventas	14.788	17.251	116,66%	15.527	9.356	60,26%	15.993	16.473
Gastos de administración y ventas	11.506	12.335	107,20%	12.021	7.375	61,35%	12.320	12.626
Depreciación	506	-	0,00%	530	0	0,00%	555	581
Gastos financieros	1.024	4.004	391,03%	1.293	1.491	115,30%	1.252	1.165
Utilidad antes de impuestos y participación	1.751	912	52,07%	1.683	490	29,12%	1.867	2.101
Otros ingresos	-	-	52,07%	0	508	0,00%	-	-
Participación trabajadores	263	-	0,00%	252	0	0,00%	280	315
Impuesto a la renta	372	501	134,55%	358	0	0,00%	397	446
Utilidad neta	1.116	411	36,82%	1.073	998	93,06%	1.190	1.339

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Con todo, PCR considera que el emisor presenta capacidad de generación de flujos dentro de sus proyecciones y de las condiciones del mercado, derivado de su posicionamiento y adecuada administración de capital de trabajo. Esto le ha permitido al emisor cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones, y mantener trayectoria y experiencia en el mercado de valores.

Garantía General de la Emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen con corte 31 de octubre de 2019. La emisión en circulación presenta una relación porcentual del 11,54%; frente a la Garantía General por lo que cumple con lo establecido por la Ley.

CERTIFICADO DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN	
Detalle	Monto (US\$)
Total Activos	61.821.799,69
(-) Activos Diferidos e Intangibles	-
(-) Impuestos Diferidos	-
(-) Activos Gravados	4.913.707,77
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	6.462.166,66
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	-
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	-
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	-
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	161.314,00
Total de Activos Libres de Gravamen	50.284.611,26
80% Activos Libres de Gravamen	40.227.689,01

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Activos en Litigio

A octubre de 2019, CARTIMEX S.A., no mantiene activos en litigio que presenten una exposición de riesgo para la empresa, según información del Consejo de la Judicatura del Guayas, la compañía no registra ningún proceso legal.

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 31 de octubre de 2019, los valores en circulación y por emitir que mantiene CARTIMEX S.A., en el mercado de valores por los procesos de Emisión de Obligaciones y Papel Comercial, son inferiores al límite del 200% de su patrimonio que establece la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación (US\$) – Octubre de 2019	
Detalle	Valor
Patrimonio	6.486.470,83
200% Patrimonio	12.972.941,66
Monto no redimido de obligaciones en circulación	6.462.166,66
Valores por emitir	-
Total Valores en Circulación y por Emitirse	6.462.166,66
Total Valores en Circulación / Patrimonio (debe ser menor al 200%)	99,63%

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pago Segunda, mismo que está respaldada por la Garantía General en 7,48 veces a la fecha de corte.

Posición Relativa de la Garantía General a octubre 2019				
Orden de Prolación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	1.123.188,26	6.462.166,66	10.091.122,19	37.658.851,75
Pasivo Acumulado	1.123.188,26	7.585.354,92	17.676.477,11	55.335.328,86
Fondos Líquidos (Caja y Bancos)	2.936.672,63			
Activos Libres de Gravamen (sin considerar saldo emisiones en circulación)	56.746.777,92			
Cobertura Fondos Líquidos	2,61	0,39	0,17	0,05
Cobertura ALG	50,52	7,48	3,21	1,03

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Activos que respaldan la Emisión: Análisis de la calidad y capacidad para ser liquidados

Los inventarios sumaron un total de US\$ 18, millones a finales de octubre de 2019, con lo que decrecieron en 9,00% con respecto a su similar periodo anterior el cual se encuentra explicado por menores niveles de ventas. Cabe destacar que dentro del inventario se contabilizan los productos que están en bodegas, en tránsito e importaciones. Toda la mercadería cuenta con una cobertura total para daños hasta la entrega del producto al cliente. Adicionalmente, la empresa cuenta con el almacenamiento necesario para sus productos y en caso de necesitar espacio extra, este es alquilado provisionalmente hasta que la mercancía sea distribuida a todas las tiendas. CARTIMEX cuenta con un departamento encargado de la logística y análisis de stock para contar con los insumos necesarios.

Las cuentas por cobrar comerciales, por su parte, alcanzaron un valor de US\$ 20,94 millones y se expandieron en 5,32% (sep18; sep19) debido a mayores plazos de pago otorgados a los clientes. Dentro de este rubro se registran el pago con cheque, crédito directo, provisiones. La cartera mantiene una estructura sana puesto que el 93,88% se encuentra dentro de la cartera por vencer. El emisor presenta una morosidad del 6,12%. Adicional, la cartera de difícil recuperación, en rangos superiores a los 90 días, representa únicamente el 1,52% del total.

PCR considera que los activos que respaldan la emisión son de calidad al contar con los seguros correspondientes y cuentan con la capacidad de ser liquidados en un caso extraordinario.

Activos que respaldan la emisión (US\$ Miles)				
Activos	Valor en libro al 31 octubre 2019	Valor que respalda los activos de la Emisión	Valor que respalda los activos del Papel Comercial	Cobertura
Cuentas por cobrar clientes	20.294,3			
Inventarios	18.456,7			
Total	38.751,0	4.000,00	3.000,00	100%

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR

Información utilizada para la Calificación

- Información financiera:** Estados Financieros de CARTIMEX S.A. para los períodos 2013, 2014, 2015, 2016 y 2017; estos últimos auditados por la firma Paez, Florencia & CO. Cía. Ltda. con una opinión favorable. Para el año 2018 el auditor fue Valarezo y Asociados Cía. Ltda. Además de Estados Financieros Internos con corte de información octubre 2018 y 2019.
- Acta de la Junta General de Accionistas de la V Emisión de Obligaciones y del III Papel Comercial.
- Prospecto de Oferta Pública de la V Emisión de Obligaciones.
- Prospecto de Oferta Pública del III Papel Comercial.
- Certificado de Activos Libres de Gravamen al 31 de octubre de 2019.
- Otros papeles de trabajo.

Presencia Bursátil

Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores es una alternativa de financiamiento para las empresas mediante la oferta de títulos de valor de renta fija y de renta variable. Sin embargo, la cultura bursátil del país llega a niveles mínimos por lo que no se ha desarrollado este mecanismo y como consecuencia de ello, existe escasa transaccionalidad de títulos de valor de renta variable en el mercado secundario siendo este el 0,34% del total transado mientras que las negociaciones de renta fija representaron el 99,66%. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia dada por las instituciones financieras.

De acuerdo con las cifras de cierre para el año 2018, se observa un balance positivo en el que el volumen negociado fue cerca de US\$7.000 millones a escala nacional a través del incremento en la negociación de títulos del sector privado. Al comparar el año 2017 y 2018 se aprecia un decremento del 15% en la negociación de títulos del Estado que implica una mayor participación del sector privado en el mercado. Adicionalmente, la emisión de obligaciones incrementó 10% frente al año anterior y brinda un escenario positivo para el año 2019.

Las negociaciones del sector privado (Certificados de Inversión, Certificados de Depósito, Papel Comercial, otros) aportaron con el 41,86%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Certificados de Inversión, Notas de crédito, otros) lo hicieron con el 58,14%. Dentro del total de emisores del sector privado, las negociaciones realizadas en la Bolsa de Valores de Quito fueron de 48% mientras que la diferencia mayoritaria corresponde a la Bolsa de Valores de Guayaquil; siendo el sector comercial e industrial los mayores dinamizadores.

Debido a las colocaciones de deuda externa que se realizaron a finales del 2017, la economía del país para el primer trimestre del año 2018 mostró excedentes de liquidez que incentivó la colocación de papeles comerciales provocando así la reducción de tasas (4% - 5%) por la alta demanda de estos. Por otra parte, las facturas comerciales negociaron más US\$ 250 millones que permitió generar liquidez para las PYMES. Sin embargo, para finales del año 2018 la liquidez se contrajo lo que resultó más difícil realizar colocaciones.

Finalmente, un hecho positivo fue que en 2018 la Bolsa de Valores de Quito fue admitida en la Asociación de Bolsas de Centroamérica y el Caribe (BOLCEN), gracias a esta iniciativa Ecuador podrá posicionarse y le permitirá atraer inversiones desde el exterior.

Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable⁴. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser un negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente fórmula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{N^{\circ} \text{ de días negociados mes}}{N^{\circ} \text{ de ruedas mes}}$$

Para la quinta emisión de obligaciones de CARTIMEX S.A., al igual que el tercer papel comercial el indicador de liquidez se ubicó en 0 durante los meses negociados en la Bolsa de Quito. Esto obedece al comportamiento del mercado de valores en el país, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario.

Indicador de Presencia Bursátil										
Emisor / Originador	Instrumento	Monto Autorizado US\$	Bolsa	No. transacciones	Monto Negociado	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
CARTIMEX S.A.	OBLIGACIONES 5	4.000.000	QUITO	-	-	-	-	-	-	-
CARTIMEX S.A.	Papel Comercial 3	3.000.000	QUITO	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: Bolsa de Valores Quito / Elaboración: PCR

PCR considera que el indicador de presencia bursátil en valores de renta fija no refleja la liquidez real del valor, dado que en el país el mercado secundario es mínimo; el rendimiento atractivo que ofrecen los títulos de renta fija incentiva a mantener la inversión hasta el vencimiento. Por lo que PCR opina que la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez del valor en el mercado.

A octubre de 2019, la emisión de obligaciones y el papel comercial son los únicos instrumentos financieros que la compañía mantiene en el mercado de valores. Respecto al grado de aceptabilidad del valor, se debe indicar que la colocación de los valores inició el 03 de agosto del 2018 para la Emisión de Obligaciones y el 10 de abril para el III Papel Comercial, el total del Papel Comercial se terminó de colocar el 5 de diciembre del 2018 y la Emisión de Obligaciones el 14 de agosto del 2018.

⁴ Sección II, Capítulo XVI del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: "Conformación Accionaria y Presencia Bursátil" Art. 10, numerales 2 y 5

Presencia Bursátil a agosto 2019 (US\$)					
Nombre	Monto Emisión	Monto Colocado	Saldo de Capital	Resolución Aprobatoria SIC	Calificación
V Emisión de Obligaciones CARTIMEX S.A.	4.000.000,00	4.000.000,00	3.466.666,67	SCVS-INMV-DNAR-2018-00006833	AA+ Pacific Credit Rating (abr-19)
III Papel Comercial CARTIMEX S.A.	3.000.000,00	3.000.000,00	2.995.500,00	SCVS-INMV-DNAR-2018-00003144	
Fideicomiso Primera Titularización de Cartera MARTIMEX	2.500.000,00	2.500.000,00	2.000.000,00	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2019-00004289	
Total	9.500.000,00	9.500.000,00	8.462.166,67		

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Hechos de Importancia

- La administración de CARTIMEX S.A. el 25 de junio del 2018 constituyó la empresa COMPUTRONSA S.A., el principal objetivo de esta estrategia es dividir sus líneas de retail y distribuidores.
- A agosto de 2019, la empresa efectuó los pagos correspondientes a los intereses de todas las clases.
- El 24 de abril de 2019 la compañía BENART LLC. Vendió su participación accionaria (724,721 acciones) a la compañía Pharmacaps del Ecuador.

Relación con Empresas Vinculadas

A la fecha de corte, el emisor mantiene relación con las siguientes empresas:

DETALLE DE EMPRESAS VINCULADAS POR PROPIEDAD			
RAZÓN SOCIAL	ACTIVIDAD O LINEA DE NEGOCIO	Nacionalidad	Porcentaje de Participación
MURZALIGHT S.A.	Actividades de producción y comercialización de bebidas alcohólicas	ECUADOR	96,90%
RESANCO S.A.	Venta al por menor de computadoras en establecimientos especializados	ECUADOR	99,97%
SULTANSA S.A.	Actividades de capacitación académica	ECUADOR	50,00%
M3TROPOLI S.A.	Actividades de alquiler de bienes inmuebles a cambio de una retribución o por contrato (locales comerciales)	ECUADOR	99,50%
PACIFIEXPORT S.A.	Fabricación de productos alimenticios a partir de (un solo componente) frutas, legumbres y hortalizas; incluso snacks de plátano (chifles), yuca, frutas, etcétera, excepto papa.	ECUADOR	99,88%
COMPUTRONSA S.A.	Venta al por mayor de computadoras y equipo periférico	ECUADOR	99,88%

Miembros de Comité

Econ. Karla Torres

Econ. José Mora

Econ. Yoel Acosta

Anexos

Tabla de Amortización Clase 1					
Fecha	Intereses	Capital	Flujo	Saldo	Estado
14/8/2018				800.000,00	
14/11/2018	16.000,00		16.000,00	800.000,00	Cancelado
14/2/2019	16.000,00		16.000,00	800.000,00	Cancelado
14/5/2019	16.000,00		16.000,00	800.000,00	Cancelado
14/8/2019	16.000,00		16.000,00	800.000,00	Cancelado
14/11/2019	16.000,00		16.000,00	800.000,00	Vigente
14/2/2020	16.000,00	800.000,00	816.000,00		Vigente

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Tabla de Amortización Clase 2					
Fecha	Intereses	Capital	Flujo	Saldo	Estado
14/8/2018				800.000,00	
14/11/2018	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Cancelado
14/2/2019	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Cancelado
14/5/2019	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Cancelado
14/8/2019	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Cancelado
14/11/2019	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Vigente
14/2/2020	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Vigente
14/5/2020	16.500,00	-	16.500,00	800.000,00	Vigente
14/8/2020	16.500,00	800.000,00	816.500,00	-	Vigente

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Tabla de Amortización Clase 3					
Fecha	Intereses	Capital	Flujo	Saldo	Estado
14/8/2018				800.000,00	
14/11/2018	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Cancelado
14/2/2019	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Cancelado
14/5/2019	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Cancelado
14/8/2019	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Cancelado
14/11/2019	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/2/2020	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/5/2020	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/8/2020	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/11/2020	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/2/2021	17.000,00	800.000,00	817.000,00	-	Vigente

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Tabla de Amortización Clase 4					
Fecha	Intereses	Capital	Flujo	Saldo	Estado
14/8/2018				1.600.000,00	
14/11/2018	34.000,00	-	34.000,00	1.600.000,00	Cancelado
14/2/2019	34.000,00	266.666,67	300.666,67	1.333.333,33	Cancelado
14/5/2019	28.333,33	-	28.333,33	1.333.333,33	Cancelado
14/8/2019	28.333,33	266.666,67	295.000,00	1.066.666,67	Cancelado
14/11/2019	22.666,67	-	22.666,67	1.066.666,67	Vigente
14/2/2020	22.666,67	266.666,67	289.333,33	800.000,00	Vigente
14/5/2020	17.000,00	-	17.000,00	800.000,00	Vigente
14/8/2020	17.000,00	266.666,67	283.666,67	533.333,33	Vigente
14/11/2020	11.333,33	-	11.333,33	533.333,33	Vigente
14/2/2021	11.333,33	266.666,67	278.000,00	266.666,67	Vigente
14/5/2021	5.666,67	-	5.666,67	266.666,67	Vigente
14/8/2021	5.666,67	266.666,67	272.333,33	-	Vigente

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Cartera Comercial (US\$) miles		
Descripción / Periodo		31/10/2019
Cartera Por Vencer		19.051.396,51
Cartera Vencida	Total 0-30	303.252,01
	Total 31-60	330.888,69
	Total 61-90	301.252,11
	Total más 90	307.525,45
Total Cartera Vencida		1.242.918,26
Morosidad		6,12%
Total Cartera Comercial		20.294.314,77

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Participación Accionarial		
Nombres	Participación oct. 2018	Participación oct. 2019
BENART LLC	18,61000%	0,00%
Reyhansa S.A	81,38987%	0,00%
Pharmacaps del Ecuador	0,00000%	18,61%
Furoiani Villagomez José Antonio	0,00003%	17,00%
Furoiani Zambrano José Luis	0,00003%	30,00%
Luna Jijon José Antonio	0,00003%	1,37%
Mortola Bernhard Fernando Andre	0,00003%	2,75%
Zambrano Poggi Jorge Emilio	0,00003%	30,27%

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO A OCTUBRE 2019	
FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	PARCIAL
Efectivo recibido de clientes por ventas (cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios)	63.699.124,83
Efectivo pagado a proveedores (pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios)	(52.086.131,48)
Efectivo pagado a empleados (pagos a y por cuenta de empleados)	-
EFFECTIVO PROVENIENTE DE OPERACIONES	11.612.993,35
gastos financieros (intereses pagados)	(1.491.269,33)
(Otros pagos por actividades de operación)	(9.399.099,69)
Impuestos y Contribuciones (impuestos a las ganancias pagados)	-
	(10.890.369,02)
EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES OPERATIVAS	722.624,33
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo	(205.535,74)
Adquisiciones de propiedades, planta y equipo	-
Importes procedentes de ventas de activos intangibles	-
Compras de activos intangibles	-
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	-
Compras de otros activos a largo plazo	-
EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	(205.535,74)
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	
Otras entradas, salidas de efectivo	152.274,22
Pagos de préstamos	(2.889.952,32)
Financiación por préstamos a largo plazo	2.663.554,76
EFFECTIVO NETO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	(74.123,34)
VARIACION EN EL EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO	442.965,25
SALDO BANCARIO AL PRINCIPIO DEL PERIODO	2.493.707,39
SALDO BANCARIO AL FINAL DEL PERIODO	2.936.672,64

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Balance General y Estado de Pérdidas y Ganancias							
CARTIMEX S.A.							
Estados Financieros							
(Miles de US\$)	dic.-14	dic.-15	dic.-16	dic.-17	oct.-18	dic.-18	oct.-19
BALANCE GENERAL							
Efectivo y Equivalentes	2.491	1.165	1.410	1.795	2.201	2.494	2.937
Cuentas por cobrar comerciales	12.590	9.296	10.878	12.593	18.299	21.972	20.294
Cuentas por cobrar Compañías Relacionadas	4.800	5.602	8.098	9.022	4.291	4.993	5.161
Otras Cuentas por cobrar	9.947	5.694	10.222	7.856	5.717	7.763	6.189
Inventario	14.860	13.343	11.066	12.180	20.281	17.534	18.457
Pagos Anticipados	412	171	139	158	2.286	184	1.845
Total Activo Circulante	45.100	35.271	41.812	43.605	53.075	54.941	54.882
Propiedades y Equipo	4.437	4.197	3.896	4.640	4.404	4.326	4.064
Activos Intangibles	231	231	231	230	230	230	230
Otros Activos	1.293	1.392	909	316	251	243	194
Inversiones Permanentes	-	-	235	270	198	197	161
Cuentas por cobrar a largo plazo	-	-	-	-	1.853,74	1.697,46	2.290,43
Total Activo No Corriente	5.961	5.819	5.270	5.457	6.937	6.694	6.940
ACTIVO TOTAL	51.061	41.090	47.082	49.062	60.011	61.635	61.822
Obligaciones Financieras	6.676	5.942	9.053	10.802	4.378	11.878	7.017
Proveedores	24.831	26.376	28.346	26.291	29.180	20.728	31.252
Cuentas por pagar relacionadas	4.058	193	193	3.805	6.276	7.777	4.896
Pasivos Acumulados	2.612	1.452	1.474	1.334	2.139	9.799	1.465
Porción corriente deuda largo plazo	-	-	-	-	-	1.343	-
Total Pasivo Corriente	38.176	33.963	39.068	42.232	41.972	51.525	44.630
Préstamos y Obligaciones Financieras	1.565	1.301	2.152	319	11.033	3.747	9.877
Obligaciones por beneficio definido	585	578	546	680	709	875	828
Total Pasivo No Corriente	2.150	1.879	2.698	999	11.742	4.621	10.705
TOTAL PASIVO	40.326	35.842	41.765	43.230	53.714	56.146	55.335
Capital Social	3.894	3.894	3.894	3.894	3.894	3.894	3.894
Aportes para Futuras Capitalizaciones	42	42	42	-	-	-	-
Reserva legal	935	1.067	1.067	1.112	1.112	1.112	1.112
Superávit por fusión	110	110	110	110	-	-	-
Resultados Acumulados	4.084	(622)	(236)	(217)	(193)	71	482
Resultados Acumulados por adopción por primera vez †	352	371	371	371	264	-	-
Utilidad del Ejercicio	1.317	386	69	561	1.220	411	998
TOTAL PATRIMONIO	10.735	5.248	5.317	5.831	6.297	5.488	6.486
Deuda Financiera	8.241	7.243	11.205	11.121	15.411	15.625	16.894
Corto Plazo	6.676	5.942	9.053	10.802	4.378	11.878	7.017
Largo Plazo	1.565	1.301	2.152	319	11.033	3.747	9.877
ESTADO DE RESULTADOS							
Ventas Netas	107.177	81.594	51.880	61.219	69.406	84.295	58.700
(-)Costo de Ventas	87.170	64.690	40.170	48.820	56.072	67.569	49.343
Utilidad Bruta	20.007	16.904	11.710	12.399	13.334	16.726	9.356
(-)Gastos Operacionales	15.370	14.703	9.833	10.404	11.042	12.335	7.375
Resultado de Operación	4.637	2.201	1.876	1.995	2.292	4.391	1.981
Gastos Financieros, neto	2.277	2.165	1.900	1.946	1.203	4.004	1.491
Otros ingresos (egresos), neto	127	1.113	693	883	131	524	508
Participación Trabajadores	373	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes de Impuesto a la Renta	2.113	1.148	669	931	1.220	912	998
Impuesto a la Renta	796	763	600	370	-	501	-
Resultado Integral del Año	1.317	386	69	561	1.220	411	998

Fuente: CARTIMEX S.A./ Elaboración: PCR

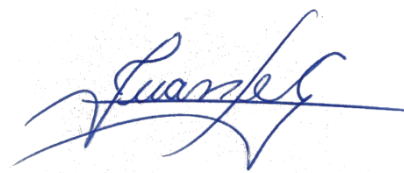
Indicadores							
CARTIMEX S.A.	dic.-14	dic.-15	dic.-16	dic.-17	oct.-18	dic.-18	oct.-19
Márgenes							
Costo de Ventas/ Ingresos	81,33%	79,28%	77,43%	79,75%	80,79%	80,16%	84,06%
Margen Bruto	18,67%	20,72%	22,57%	20,25%	19,21%	19,84%	15,94%
Gastos Operacionales/Ingresos	14,34%	18,02%	18,95%	17,00%	15,91%	14,63%	12,56%
Margen Operacional	4,33%	2,70%	3,62%	3,26%	3,30%	5,21%	3,38%
Gastos Financieros/Ingresos	2,12%	2,65%	3,66%	3,18%	1,73%	4,75%	2,54%
Margen Neto	1,23%	0,47%	0,13%	0,92%	1,76%	0,49%	1,70%
Margen EBITDA	4,79%	3,63%	4,77%	4,18%	3,91%	5,85%	4,20%
EBITDA y Cobertura							
Depreciación y Amortización	494	758	601	567	419	537	482
EBITDA acumulado	5.131	2.958	2.477	2.561	2.711	4.928	2.463
EBITDA (12 meses)	5.131	2.958	2.477	2.561	3.253	4.928	2.955
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	2,25	1,37	1,30	1,32	2,25	1,23	1,65
EBITDA / Deuda Financiera Corto Plazo (12 meses)	0,77	0,50	0,27	0,24	0,74	0,41	0,42
EBITDA / Deuda Financiera (12 meses)	0,62	0,41	0,22	0,23	0,21	0,32	0,17
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,13	0,08	0,06	0,06	0,06	0,09	0,05
Solvencia							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,95	0,95	0,94	0,98	0,78	0,92	0,81
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,20	0,20	0,27	0,26	0,29	0,28	0,31
Deuda Financiera / Patrimonio	0,77	1,38	2,11	1,91	2,45	2,85	2,60
Deuda Financiera CP / Deuda Total	0,81	0,82	0,81	0,97	0,28	0,76	0,42
Pasivo Total / Patrimonio	3,76	6,83	7,86	7,41	8,53	10,23	8,53
Pasivo Total / Capital Social	10,36	9,20	10,72	11,10	13,79	14,42	14,21
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	1,61	2,45	4,52	4,34	4,74	3,17	5,72
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	7,86	12,12	16,86	16,88	16,51	11,39	18,72
Rentabilidad (%)							
ROA (12 meses)	2,58%	0,94%	0,15%	1,14%	2,03%	0,67%	1,61%
ROE (12 meses)	12,27%	7,35%	1,30%	9,62%	19,37%	7,49%	15,39%
Liquidez							
Liquidez General	1,18	1,04	1,07	1,03	1,26	1,07	1,23
Prueba Ácida	0,79	0,65	0,79	0,74	0,78	0,73	0,82
Capital de Trabajo	6.924	1.308	2.744	1.373	11.102	3.416	10.252
Flujo de efectivo/Deuda de corto plazo	0,37	0,20	0,16	0,17	0,50	0,21	0,42
Rotación							
Días de cuentas por cobrar	42	41	75	74	79	94	104
Días de cuentas por cobrar (Compañías relacionadas)	16	25	56	53	19	21	26
Días cuentas por cobrar (otros)	33	25	71	46	25	33	32
Días de cuentas por pagar	119	148	256	222	190	152	190
Días de inventario	61	74	99	90	109	93	112
Ciclo de conversión de efectivo	34	17	46	41	41	90	84
Flujo de Efectivo							
Flujo Operativo	(1.021)	136	(3.160)	1.332	(3.730)	(9.440)	723
Flujo de Inversión	(442)	(464)	(84)	(866)	(154)	(250)	(206)
Flujo de Financiamiento	1.417	(997)	3.489	(80)	4.290	10.389	(74)
Saldo al Inicio del Periodo	2.537	2.491	1.165	1.410	1.795	1.795	2.494
Saldo al Final del Periodo	2.491	1.165	1.410	1.795	2.201	2.494	2.937

Fuente: CARTIMEX S.A. / Elaboración: PCR

Atentamente,



Econ. Santiago Coello
Gerente General
PCR Pacific Credit Rating



Juan Sebastián Galárraga
Analista