

Quito, 15 de Enero de 2019

Señor  
José Luna  
**CARTIMEX S.A.**  
Presente.-

De nuestras consideraciones:

Adjunto, para su conocimiento, el informe que contiene la Calificación de Cuarto Papel Comercial de CARTIMEX S.A.

El objetivo de la calificación de riesgo es dar una opinión sobre el riesgo del incumplimiento en el pago de los valores por emitirse. La Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A., analizó los factores cuantitativos y cualitativos de los valores a emitir, la estructura de la emisión propuesta, el monto y la calidad de los resguardos adicionales propuestos para la vigencia de esta, los aspectos legales involucrados en toda la transacción y la capacidad de generar flujos dentro del proceso de emisión.

Adicional, se analizaron los estados financieros históricos con el fin de evaluar la gestión financiera de CARTIMEX S.A., y las proyecciones establecidas para el período de vigencia de la emisión, además se analizó el contexto económico en el que se desenvuelve la misma.

La Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. en Comité No. 003.2020 con fecha 15 de enero de 2020, con base en los estados financieros internos e información adicional con corte al 30 de noviembre de 2019, acordó con tres votos a favor y por unanimidad otorgar la calificación de “**AA+**” al **Cuarto Papel Comercial de CARTIMEX S.A.**

Aspecto o Instrumento Calificado	Calificación
Cuarto Papel Comercial CARTIMEX S.A.	AA+

### 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 verá 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.

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo de 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

En comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió por unanimidad otorgar la calificación de “**AA+**” al **Cuarto 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. Las proyecciones se muestran adecuadas considerando que los supuestos están acordes a sus históricos.

## Instrumento Calificado

Con fecha 16 de diciembre de 2019, se reunió la Junta General Extraordinaria Y Universal de Accionistas de CARTIMEX S.A., misma que estuvo conformada por la totalidad de sus accionistas y se decidió aprobar el Cuarto Papel Comercial por un monto de hasta CUATRO MILLONES DE DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (US\$ 4'000.000,00), según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de los Valores IV Papel Comercial				
<b>Emisor:</b>	CARTIMEX S.A.			
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta US\$ 4.000.000,00			
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América			
<b>Características:</b>	<b>Monto (US\$)</b>	<b>Plazo (días)</b>	<b>Amortización de capital</b>	<b>Tasa</b>
	4.000.000,00	Hasta 359	Al Vencimiento	Cupón cero
<b>Valor Nominal de Cada Título</b>	Los valores de las obligaciones a emitirse serán desmaterializados y podrán emitirse desde un valor nominal de USD 1.000,00 (Mil dólares de los Estados Unidos de América).			
<b>Plazo del programa</b>	720 días contados a partir de la fecha de la resolución aprobatoria del proceso			
<b>Contrato de Underwriting:</b>	La presente emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial no contempla contrato de underwriting.			
<b>Rescates anticipados:</b>	El presente programa de papel comercial no contempla sistema de sorteos ni rescates anticipados.			
<b>Sistema de Colocación:</b>	La colocación de las Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial descritos en el presente documento se realizará a través del mercado bursátil.			
<b>Agente Pagador:</b>	DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A.			
<b>Estructurador Financiero, Legal y Agente Colocador:</b>	Plusbursátil Casa de Valores S.A.			
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.			
<b>Destino de los recursos:</b>	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.			
<b>Resguardos de ley:</b>	1) 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 del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.			
<b>Límite de Endeudamiento</b>	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.			
<b>Garantía:</b>	La presente emisión se encuentra respaldada por Garantía General en los términos que establece la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos.			

Fuente: Circular de Oferta Pública / Elaboración: PCR

## Resumen Ejecutivo

- 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.
- 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.
- 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 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 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, introdujo hace varios años el supermercado de tecnología llamado COMPUTRÓN.
- Las premisas de proyección de la presente emisión están vinculadas al sector del comercio. Tomando en cuenta las proyecciones de los ingresos para el año 2020, se estima un crecimiento del 3,00% con respecto a diciembre de 2019. Si bien este crecimiento es bajo, se debe considerar que se está considerando un escenario conservador. Con ello, al finalizar el año totalizarían US\$ 74,63 millones. Durante este año el emisor mantiene un margen de costos del 83,86%, el mismo que se encuentra sobre el margen de costo evidenciado durante los últimos cinco años (79,22%) debido a las estrategias implementadas por el emisor con las cuales se dedica exclusivamente a la venta al por mayor. Sin embargo, en menor margen de gastos (11,51%) favorece sobre la utilidad bruta del periodo.
- El emisor tiene previsto mantener similares niveles de deuda financiera durante los próximos tres años y se espera que para finales de 2020 la generación de flujos EBITDA podría cubrir la totalidad de la deuda en 5,11 años. En cuanto a la relación de deuda con entidades financieras sobre el total de activos, su máximo valor será de 0,35 veces (2020) con lo que dará cumplimiento al límite de endeudamiento establecido por el emisor. La emisión del papel hará que la deuda financiera se concentre en el corto plazo durante los próximos dos años, y después de su cancelación, esta se concentrará mayormente en el largo plazo. Adicional, CARTIMEX prevé mantener niveles de apalancamiento que se encuentran alrededor de 9,48 veces con lo que se ubican sobre sus históricos (7,21 veces 2014 - 2018).
- Con todo lo antes mencionado, PCR considera que el emisor presenta capacidad de generación de flujos dentro de sus proyecciones y de las condiciones del mercado. Todo ello, permitirían al emisor cumplir en tiempo y forma con las obligaciones tanto con el mercado de valores como con las instituciones financieras. El estructurador proyecta alcanzar niveles de deuda superior al reflejado en sus históricos; sin embargo, a diciembre de 2022 la deuda se ubica acorde a lo presentado en el último año.

Atentamente,



Econ. Santiago Coello  
**Gerente General**  
**Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.**