

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO- CARVAGU S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 020/2025, del 14 de febrero de 2025

Financiera cortada al 31 de diciembre de 2024

Analista: Ing. Juliana Pacheco

juliana.pacheco@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

CARVAGU S.A. Es una empresa ecuatoriana que se dedica a la investigación, elaboración y distribución de productos naturales que contribuyen a mejorar la calidad de vida de las personas. Mantiene su liderazgo en ventas en la categoría de Suplementos Alimenticios y Medicina Natural en el Ecuador.

Nueva

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 020/2025 del 14 de febrero de 2025 decidió otorgar la calificación de **“AAA-” (Triple A menos)** a la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A. por un monto de siete millones quinientos mil dólares (USD 7'500.000,00).

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

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

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo con lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo **“no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste.”**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

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

La calificación otorgada a la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A. se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- CARVAGU S.A., tiene su giro de negocio en la venta de productos farmacéuticos, naturales, suplementos alimenticios y cosméticos de calidad, creados a través de la investigación, innovación y tecnología, con infraestructura adecuada y personal altamente calificado.
- Los productos elaborados en los laboratorios de CARVAGU S.A. se comercializan tanto en el mercado nacional como en el extranjero. La empresa cerró al 31 de diciembre de 2024 con un 21,63% en ventas al exterior, mientras que las ventas locales se ubicaron en un 77,11% de las ventas totales y ventas por prestación de servicios representaron el 1,26%.
- CARVAGU S.A. posee un laboratorio dotado de tecnología del más alto nivel, en base a los lineamientos de BPM (Buenas Prácticas de Manufactura) y con altos estándares de calidad a lo largo de los procesos de

producción en él realizados, además cuenta con tres plantas industriales, en la vía a la Costa (línea farmacéutica natural), en Pascuales (línea cosmética) y en Chongón (suplementos alimenticios). Lo que contribuye a que la compañía elabore productos confiables y de verificada efectividad, que compiten directamente con los productos de otras empresas conocidas dentro del sector farmacéutico.

- Los principales ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual se desenvuelve CARVAGU S.A., lo que representa una ventaja competitiva en el know how del negocio.
- Los ingresos de la compañía registraron una tendencia decreciente desde USD 14,30 millones al cierre de 2022 a USD 13,47 millones en el año 2023, debido a la situación política, económica y la inseguridad que atraviesa el país, ya que muchos de sus clientes de cobertura comenzaron a cerrar sus negocios por las vacunas, además, los clientes Vip no cumplieron con los acuerdos comerciales ya que ellos también se vieron afectados por la baja en sus ventas. Sin embargo, esta situación no repercutió de manera drástica en los resultados de CARVAGU S.A. ya que se incrementaron sus exportaciones, lo cual está ayudando de cierta manera a equilibrar la disminución de las ventas locales. Como efecto de lo anterior, lo ingresos crecieron en 3,52% con respecto a diciembre de 2023, arrojando una suma de USD 13,95 millones. La compañía registra pedidos en firme por aproximadamente USD 4,00 millones para exportar en los próximos meses, por lo que la administración espera un crecimiento continuo en el rubro de exportaciones.
- Los ingresos ordinarios permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales hasta el año 2022, generando un margen operativo positivo, que significó el 25,14% en 2021 y un 24,24% en 2022. Mientras que, para diciembre de 2023 se registró una pérdida operacional que representó el 26,59% de los ingresos, debido al importante incremento en sus costos de ventas (+136,67%). No obstante, al 31 de diciembre de 2024 el margen operativo se recupera, arrojando cifras positivas (23,58% de los ingresos), como efecto de un mejor control de sus costos de ventas.
- Tras deducir los gastos financieros, otros ingresos y egresos netos, la participación de trabajadores y el impuesto a la renta, la compañía presentó una utilidad neta con un comportamiento variable a lo largo del período analizado. En diciembre de 2021, esta representó el 7,98 % de los ingresos, mientras que al cierre de 2022 disminuyó al 4,07 %. Posteriormente, en diciembre de 2023, alcanzó el 15,44 %, impulsada por otros ingresos no operacionales de USD 15,03 millones provenientes de la venta de propiedades de inversión¹. Sin embargo, para diciembre de 2024, la utilidad neta al cierre del ejercicio se redujo a 2,76 % de los ingresos.
- Durante el periodo analizado el EBITDA (acumulado) tuvo un comportamiento fluctuante en su representación sobre los ingresos; sin embargo, la cobertura brindada a los gastos financieros fue suficiente, siempre mayor a 1 (excepto en el año 2023 cuando el EBITDA (acumulado) fue negativo). Al 31 de diciembre de 2024 el EBITDA (acumulado) significó el 30,21% de los ingresos y su cobertura sobre los gastos financieros fue de 1,46 veces.
- Para diciembre de 2024, los activos crecen hasta registrar USD 52,08 millones (USD 48,69 millones en diciembre 2023) como efecto del aumento en otras cuentas por cobrar, cuentas por cobrar clientes e inventarios, principalmente.
- Al 31 de diciembre de 2024, la cartera por vencer junto con la cartera vencida hasta 30 días, considerada como normal en el ámbito comercial, representó el 74,50% del total de la cartera (73,46% a diciembre de 2023). Por su parte, la cartera vencida con más de 30 días alcanzó el 25,50%, porcentaje inferior respecto al 26,54% registrado en diciembre de 2023. Dentro de esta última, el mayor porcentaje se concentró en el rango de más de 90 días (11,39%). Aunque la estructura de la cartera muestra una mejora en la proporción de cartera por vencer, el desplazamiento de la cartera vencida hacia plazos más largos podría incrementar el riesgo de incobrabilidad.
- Los pasivos pasaron de financiar el 77,14% de los activos en el 2022, un 74,97% en diciembre de 2023 y 75,87% en diciembre de 2024, en donde su cuenta más relevante fue la deuda financiera, que para este último periodo fondeó el 51,71% de los activos (49,30% en diciembre de 2023).
- El patrimonio registró un financiamiento relativamente estable sobre los activos, manteniéndose dentro de un rango del 20%, es así que pasaron de financiar un 22,86% en diciembre de 2022, a un 25,03% en diciembre de 2023 y un 24,13% en diciembre de 2024, determinando que la cuenta que primó dentro del financiamiento de los activos para este último periodo fue, ganancias acumuladas con el 17,08% de los activos (14,00% en diciembre de 2023).

¹ Con fecha 02 de febrero de 2023 se realizó la venta de terrenos y edificios entre CARVAGU S.A. y HOMECENTERS ECUATORIANOS S.A.S. por un monto de USD 15,03 millones, dicha venta fue aprobada previamente por la Junta de Accionistas realizada el 30 de septiembre de 2022.

- El capital social no mostró ninguna variación en términos monetarios durante el periodo analizado (USD 2,10 millones), y financió el 4,03% de los activos en diciembre de 2024 (4,31% en diciembre de 2023).
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo sobre 2 veces a lo largo del periodo analizado, lo que evidencia que la compañía privilegia el financiamiento de su operación con recursos de terceros. En diciembre de 2024, esta relación se ubicó en 3,14 veces (3,00 veces en diciembre de 2023).
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de CARVAGU S.A., se posicionaron en niveles superiores a 2 veces (2,31 veces en diciembre de 2024), lo que demuestra la capacidad de la Compañía para cubrir sus compromisos de corto plazo con sus activos del mismo tipo.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 16 de diciembre de 2024, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía CARVAGU S.A., en donde se resolvió por unanimidad autorizar la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A., por un monto de hasta USD 7'500.000,00.
- Mediante escritura pública, con fecha 13 de febrero de 2025, CARVAGU S.A en calidad de Emisor, conjuntamente con PROSPECTUSLAW C.A., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A.
- Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:
 - ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
- El emisor ha decidido implementar como Garantía Específica un “Contrato de Prenda Comercial Ordinaria” sobre los Activos en Prenda, dicha prenda está constituida de manera incondicional e irrevocable, y ha sido otorgada por la compañía a favor de “PROSPECTUSLAW C.A.”, que funge como Representante de los Obligacionistas de la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de “CARVAGU S.A.”, el Contrato de Prenda Comercial Ordinaria se mantendrá vigente durante toda la vigencia de la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de la compañía; y, su monto se mantendrá en al menos USD3.000.000,00, respecto del “Inventario de Materiales y Producto Terminado” que consta detallado en el Contrato de Prenda Comercial Ordinaria, por todo el lapso de tiempo que se encuentre vigente la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo.
- El emisor se compromete a mantener un nivel de endeudamiento anual referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos de la empresa. El cálculo será realizado de manera trimestral dentro del año fiscal. Límite que se establecerá a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
- Con fecha 31 de diciembre de 2024, el emisor presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 27,83 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 22,26 millones. Dicho valor genera una cobertura de 2,97 veces sobre el saldo de la emisión, determinando de esta manera que la Cuarta Emisión de Obligaciones, se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones indican y pronostican la disponibilidad de fondos para atender el servicio de deuda adicional con la que contará la compañía luego de emitir los valores de la emisión, una vez que el proceso sea autorizado por el ente de control.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- Establecimiento de medidas por parte del Gobierno ecuatoriano y los organismos oficiales respectivos para normar, regular o modificar la situación actual bajo la que opera la compañía.
- Uno de los principales factores que influiría en el sector es una nueva normativa en materia de control y revisión de precios de los productos farmacéuticos y la industria en general.
- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, lo cual podría repercutir sobre el nivel de ventas de la compañía.
- Demoras en los procesos internos de desaduanización de las entidades del estado, de los productos importados por la compañía podría generar a su vez retrasos en la entrega de productos a los clientes.
- Ingreso de productos importados con similares características y con menores precios
- Cambios en regulaciones jurídicas o sanitarias que puedan afectar los productos de CARVAGU S.A. o su operación
- Surgimiento de nuevos competidores en el mercado local y consecuentemente reducción del mercado objetivo.
- Cambios en la normativa y reglamentos de salud, podrían afectar la operación de la compañía.
- Normativas exigentes por parte de los entes de control y principalmente por el ARCSA en los procesos de aprobación para la emisión de registros sanitarios de los productos, podría generar retraso en la emisión de los registros sanitarios necesarios para la comercialización de los productos farmacéuticos.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de su cartera, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
- La probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas por cobrar pendientes con CARVAGU S.A., podría afectar al flujo de la compañía. Adicionalmente, el crédito que se les otorga a las empresas relacionadas responde más a la relación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- La guerra entre los países de Rusia y Ucrania está también deteniendo la actividad comercial internacional y local que venía recuperándose, además, este problema bélico está afectando al alza los precios de varias materias primas a nivel mundial.
- Los altos niveles de inseguridad y violencia en algunas regiones del país afectan directamente a la actividad comercial podrían obligar al cierre de puntos de venta.
- Debido a la crisis energética que enfrentó el Ecuador hasta diciembre de 2024, el sector comercial se vio afectado en varios aspectos como: el aumento de sus costos operativos, impacto en la cadena de suministros y un posible cambio en los hábitos de consumo. Lo mencionado podría afectar los resultados del sector empresarial en general en caso de que la crisis energética se reanude.

Según lo establecido en el literal i, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

En primera instancia resulta importante señalar que los activos que respaldan la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo son los activos libres de gravamen consistentes en inventarios, por lo que los riesgos ligados a estos activos podrían ser:

- Los inventarios que respaldan la emisión podrían presentar daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, afectándolos ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. No obstante, para cubrirse contra este tipo de riesgo y otros inherentes, la compañía cuenta con pólizas de seguros vigentes.
- Los inventarios de la compañía podrían verse afectados por un posible desabastecimiento de los proveedores, no obstante, la compañía mantiene relaciones comerciales con una variedad de empresas.

- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión.
- Finalmente, los inventarios presentan un grado bajo para ser liquidado y su liquidación depende de una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Al 31 de diciembre de 2024, la compañía registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a relacionadas, por lo que los riesgos asociados a estas podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

No obstante, la compañía certificó que los activos que respaldan la emisión son únicamente inventarios por lo que se descartan riesgos asociados a cuentas por cobrar a relacionadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de Emisión de Obligaciones.
- Actas de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas.
- Declaración Juramentada de los activos que respaldan la emisión
- Prospecto de oferta pública.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2021, 2022 y 2023 de CARVAGU S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas financieras, al 31 de diciembre de 2024.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

En base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.

- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser líquidos.

Adicionalmente, dentro de las áreas de análisis se toman en cuenta los siguientes puntos:

- Entorno económico y riesgo sectorial.
- Posición del emisor y garante
- Solidez financiera y estructura accionarial del emisor
- Estructura administrativa y gerencial
- Posicionamiento del valor en el mercado

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma, pues no es una actividad para la cual esté autorizada.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una opinión de la evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de la compañía, para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

Con fecha 16 de diciembre de 2024, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía CARVAGU S.A., en donde se resolvió por unanimidad autorizar la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A., por un monto de hasta USD 7'500.000,00.

Mediante escritura pública, con fecha 13 de febrero de 2025, CARVAGU S.A en calidad de Emisor, conjuntamente con PROSPECTUSLAW C.A., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A.

CUADRO 1: EMISIÓN DE OBLIGACIONES

CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – CARVAGU S.A.	
Emisor	CARVAGU S.A.
Capital a Emitir	USD 7'500.000,00
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América, salvo que por disposición normativa que entre a regir a futuro en la República del Ecuador, y que establezca que los pagos deban hacerse en una moneda de curso legal distinta al Dólar de los Estados Unidos de América.
Tipo de Emisión	Desmaterializada, con valor nominal múltiplo de USD 1,00.
Rescates anticipados	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre el Emisor y los Obligacionistas, previa resolución unánime de los Obligacionistas tomada en Asamblea General, dando cumplimiento a lo previsto en el artículo 168 de la Ley de Mercado de Valores.
Contrato de Underwriting	No contempla contrato de Underwriting.
Tipo de Oferta	Pública
Monto	Cada clase tendrá un monto distinto, el cual será definido según la demanda del Mercado y la efectiva colocación. Entre las dos clases no deberá superar los USD 7,50 millones.

Clase, plazo, tasa		Clase	Plazo	Tasa de Interés
		Clase A	1,080 días	Fija anual del 10,50%
		Clase B	1,440 días	Fija anual del 11,00%
Agente Estructurador y colocador	ATLANTIDA CASA DE VALORES ACCITLAN S.A.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
Tipo de Garantía	Garantía General conforme lo dispone el art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.			
Garantía Específica	El emisor ha decidido implementar como Garantía Específica un "Contrato de Prenda Comercial Ordinaria" sobre los Activos en Prenda, dicha prenda está constituida de manera incondicional e irrevocable, y ha sido otorgada por la compañía a favor de "PROSPECTUSLAW C.A.", que funge como Representante de los Obligacionistas de la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de "CARVAGU S.A.", el Contrato de Prenda Comercial Ordinaria se mantendrá vigente durante toda la vigencia de la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de la compañía; y, su monto se mantendrá en al menos USD3.000.000,00, respecto del "Inventario de Materiales y Producto Terminado" que consta detallado en el Contrato de Prenda Comercial Ordinaria, por todo el lapso de tiempo que se encuentre vigente la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo.			
Destino de los recursos	Un 40% para sustitución de pasivos y el 60% para capital de trabajo			
Fecha de la Emisión	Fecha en la que se realice la primera colocación de los valores de las respectivas clases, lo que significa que cada clase tendrá su propia fecha de emisión.			
Representante de Obligacionistas	PROSPECTUSLAW C.A.			
Pago Intereses	Trimestral			
Forma de Cálculo	Base comercial 30/360			
Amortización de Capital	Trimestral			
Sistema de Colocación	Bursátil			
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <p>Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:</p> <ol style="list-style-type: none"> Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25 			
Límite de Endeudamiento	El emisor se compromete a mantener un nivel de endeudamiento anual referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos de la empresa. El cálculo será realizado de manera trimestral dentro del año fiscal. Límite que se establecerá a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.			

Fuente: Acta General Extraordinaria y Universal de Accionista / Elaboración: Class International Rating

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

- Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías

nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Cabe señalar que el incumplimiento de este numeral dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Garantía Específica

El emisor ha decidido implementar como Garantía Específica un “Contrato de Prenda Comercial Ordinaria” sobre los Activos en Prenda², dicha prenda está constituida de manera incondicional e irrevocable, y ha sido otorgada por la compañía a favor de “PROSPECTUSLAW C.A.”, que funge como Representante de los Obligacionistas de la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de “CARVAGU S.A.” El Contrato de Prenda Comercial Ordinaria se mantendrá vigente durante toda la vigencia de la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de la compañía; y, su monto se mantendrá en al menos USD 3.000.000,00 equivalentes 40% del monto total del capital de la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, esto respecto del “Inventario de Materiales y Producto Terminado” que consta detallado en el Contrato de Prenda Comercial Ordinaria, por todo el lapso de tiempo que se encuentre vigente la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo.

CARVAGU S.A., declara que la cuenta denominada “Inventario de Suministros, Materiales y Producto Terminado”³, cubrirá el 40% del total del capital de la Emisión de Largo Plazo, según se depende del Anexo respectivo, mismo que se irá actualizando según la variación que se presente en la misma de forma trimestral, al pago correspondiente a los Obligacionistas/inversionistas, actualización que será presentada por el Emisor al Representante de Obligacionistas, en la forma, términos y condiciones estipulados en el Contrato.

Adicionalmente, se declara de manera expresa que el monto efectivo de los Activos en Prenda deberá cubrir, sin exceder, el 40% del capital en circulación de la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, por lo que, a medida que dicha Emisión vaya siendo amortizada, el monto efectivo de los Activos en Prenda contenidos en “Inventario de Suministros, Materiales y Producto Terminado”, se irá reduciendo proporcionalmente, manteniendo la relación del 40%.

El Anexo será presentado por el Emisor con una periodicidad trimestral y será entregados por medio físico y magnético por el Emisor al Representante de los Obligacionistas; a la Calificadora de Riesgos de la Cuarta Emisión de Obligaciones y a la compañía ATLANTIDA CASA DE VALORES ACCITLAN S.A.

Límite de Endeudamiento

El emisor se compromete a mantener un nivel de endeudamiento anual referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos de la empresa. El cálculo será realizado de manera **trimestral** dentro del año fiscal. Límite que se establecerá a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Monto Máximo de la Emisión

La Emisión de Obligaciones está respaldada por una Garantía General otorgada por CARVAGU S.A., lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Dicho esto, al 31 de diciembre de 2024 el activo total de la compañía alcanzó la suma de USD 52,08 millones, de los cuales el 84,15% corresponde a activos libres de gravamen de acuerdo con el siguiente detalle:

² Activos en Prenda: es el “Inventario de Suministros, Materiales y Producto Terminado” disponible para transformación y/o venta por lo que se considera como un activo circulante y que representa el valor de las mercancías existentes en una “bodega”, que son de propiedad de CARVAGU S.A.; y, que, para efectos de generar una Garantía Específica para la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, el Emisor los somete a Prenda Comercial Ordinaria, bajo la condición de reposición y mantenimiento permanente.

³ El Depositario será el Contador de la compañía CARVAGU S.A.

CUADRO 2: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN. DICIEMBRE 2024

Activos	Libres (USD)	%
Disponibles	2.016.076	4,60%
Exigibles	14.066.794	32,10%
Realizables	23.534.987	53,70%
Otros activos	4.208.824	9,60%
TOTAL	43.826.681	100,00%

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de diciembre de 2024, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones de obligaciones de largo plazo, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias⁴.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de diciembre de 2024, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 27,83 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 22,26 millones. Dicho valor genera una cobertura de 2,97 veces sobre el saldo de la emisión, determinando de esta manera que la Cuarta Emisión de Obligaciones, se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Adicionalmente se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que para el 31 de diciembre de 2024 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 2,66 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación y los que estima emitir en el Mercado de Valores.

CUADRO 3: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (DICIEMBRE 2024)

Descripción	USD
Total Activos	52.084.212
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	1.160.448
(-) Activos Gravados	8.257.531
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ⁵	231.232
(-) Derechos Fiduciarios ⁶	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁷	9.000.000
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	5.607.887
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁸	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	27.827.114

⁴ “La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

⁵ Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

⁶ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

⁷ para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

⁸ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Emisión	22.261.691
Cuarta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	7.500.000
Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)	3,71
80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	2,97

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de diciembre de 2024, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto en circulación en el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,67 veces⁹ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 31 de diciembre de 2024, la empresa ha otorgado garantías por USD 8,26 millones, lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 43,83 millones sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización de flujos de fondos de bienes que se espera que existan y de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al doscientos por ciento (200%) de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran por lo menos en un ciento veinte por ciento (120%) el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de los valores que mantiene en circulación y los que estima emitir representa el 65,63% del 200% del patrimonio al 31 de diciembre de 2024, y el 131,27% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 4: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO. DICIEMBRE 2024

Descripción	USD
Patrimonio	12.569.917
200% del Patrimonio	25.139.835
Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	1.500.000
Tercera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	5.000.000
Cuarta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo por emitir	7.500.000
Primer Programa de Papel Comercial	2.500.000
Total Emisiones Vigentes	16.500.000
Saldo Emisiones / 200% del Patrimonio	65,63%
Saldo Emisiones / Patrimonio	131,27%

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

CUADRO 5: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Rubro	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos	14.645.795	15.378.085	16.146.989	16.954.339	17.802.056
Costo de Ventas	4.651.529	4.884.106	5.128.311	5.384.726	5.653.963
Utilidad Bruta	9.994.266	10.493.979	11.018.678	11.569.612	12.148.093
Gastos Operativos	6.633.106	6.832.099	7.037.062	7.248.174	7.465.619
Utilidad Operacional	3.361.160	3.661.880	3.981.616	4.321.438	4.682.474
Gastos financieros	3.111.963	2.983.088	2.586.349	2.596.181	2.674.066
Otros ingresos / egresos, neto	191.529	197.275	203.193	209.289	215.567
Utilidad Antes de Participaciones e Impuesto a la renta	440.726	876.067	1.598.460	1.934.546	2.223.975
Participación Trabajadores	66.109	131.410	239.769	290.182	333.596
Impuesto a la Renta	93.654	186.164	339.673	411.091	472.595
Utilidad Neta	280.963	558.492	1.019.018	1.233.273	1.417.784

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

⁹ (Total Activos Deducidos – emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

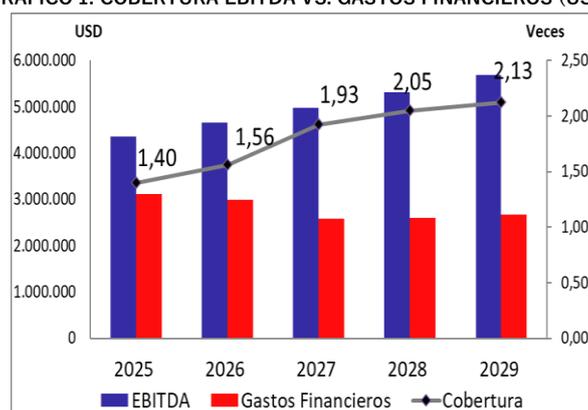
La estructuración financiera contempla un aumento del 5,00% en las ventas para el año 2025 en comparación con el ejercicio previo de 2024, manteniendo esta misma tasa de crecimiento para los años siguientes (2026-2029). Asimismo, los costos de ventas representarían el 31,76% de los ingresos a lo largo de todo el periodo proyectado (2025-2029). Como resultado, el margen bruto promedio alcanzaría el 68,24% del total de ingresos.

Luego de descontar los gastos operativos, la compañía generaría una utilidad operacional positiva, equivalente en promedio al 24,64% de los ingresos durante el periodo analizado (2025-2029). Por otro lado, los gastos financieros mantendrían un comportamiento descendente, representando en promedio el 17,40% del total de ingresos (2025-2029).

Una vez descontados los rubros de otros ingresos y egresos, el impuesto a la renta y participación a trabajadores, la compañía arrojaría una utilidad neta que significaría el 1,92% de los ingresos en el año 2025 y un 7,96% al cierre del año 2029.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo con el modelo, una cobertura de 1,40 veces en el año 2025 y de 2,13 veces al cierre del año 2029, denotándose que el emisor gozaría en todos los ejercicios económicos analizados de una capacidad de pago adecuada.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (USD)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, el indicador que relaciona el EBITDA/Pago Deuda Total, demostró una relación de 0,60 veces a diciembre de 2025, y para 2029 sería de 1,44 veces. Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Pago Deuda Total, significaría 0,34 veces en 2025 y 0,44 veces en diciembre de 2029.

El flujo de efectivo, por otra parte, se encuentra dividido por actividades, en primer lugar, considera las actividades de operación, el cual parte de cobros a clientes y considera variaciones en inventarios, cuentas por pagar, otros activos y otros pasivos. Posteriormente está el flujo de inversión en donde no se evidencia movimientos generados durante el periodo analizado y finalmente el flujo de financiamiento incluye los recursos provenientes de emisiones y sus respectivas cancelaciones, así como los préstamos bancarios y sus pagos correspondientes. Además, la proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, lo que permitiría a la compañía contar con liquidez suficiente para cumplir con sus obligaciones financieras.

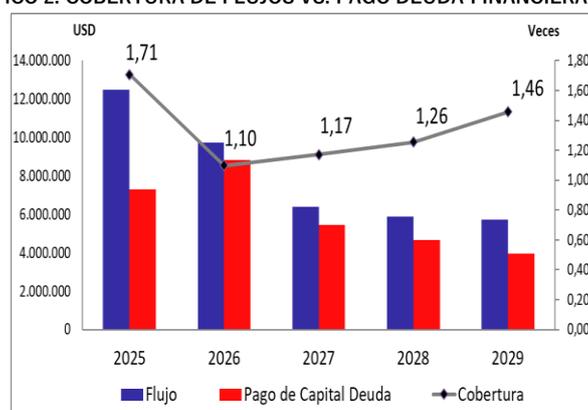
CUADRO 6: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Descripción	2025	2026	2027	2028	2029
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Utilidad neta	280.963	558.492	1.019.018	1.233.273	1.417.784
Cambio en cuentas por cobrar neto	(327.183)	(299.942)	(314.939)	(330.686)	(347.220)
Cambio en inventario	(346.593)	(1.244.079)	(411.763)	(700.707)	939.246
Cambio en cuentas por pagar	402.376	266.250	161.229	169.290	(96.216)
Cambio en otros activos	31.510	(211.747)	(639.210)	(671.170)	(1.830.763)
Cambio en otros pasivos	411.990	1.484.067	696.248	731.061	460.568

Flujo de efectivo producto de actividades de operación	453.063	553.041	510.583	431.061	543.399
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Adquisición de propiedad, planta y equipo	-	-	-	-	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	-	-	-	-	-
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
II Emisión de Obligaciones Pago	(750.000)	(750.000)	-	-	-
III Emisión de Obligaciones Pago	(1.366.480)	(2.266.480)	(1.367.040)	-	-
I Emisión de Papel Comercial Colocación	2.500.000	-	-	-	-
I Emisión de Papel Comercial Pago	(2.252.872)	(2.252.872)	-	-	-
III Emisión de Obligaciones Colocación	7.500.000	-	-	-	-
III Emisión de Obligaciones Pago	(937.500)	(1.875.000)	(1.875.000)	(1.875.000)	(937.500)
Aumento en obligaciones financieras	-	4.000.000	5.000.000	4.500.000	4.000.000
Disminución en obligaciones financieras	(2.000.000)	(1.700.000)	(2.200.000)	(2.800.000)	(3.000.000)
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	2.693.148	(4.844.352)	(442.040)	(175.000)	62.500
EFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFECTIVO					
Incremento (disminución) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	3.146.210	-4.291.311	68.543	256.061	605.899
Saldo inicial de efectivo	2.016.076	5.162.286	870.975	939.518	1.195.579
SALDOS AL FIN DEL AÑO	5.162.286	870.975	939.518	1.195.579	1.801.478

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: COBERTURA DE FLUJOS VS. PAGO DEUDA FINANCIERA (USD)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La rentabilidad esperada, medida por la utilidad neta/ventas, arrojaría resultados positivos a lo largo de los periodos proyectados.

Finalmente, la calificadora realizó un ejercicio de estrés sobre el modelo, impactando los ingresos en el estado de resultados para evaluar la capacidad de resistencia de la operación del negocio. Se determinó que, entre 2025 y 2027, el modelo podría soportar una contracción máxima del 1,90%, seguida de un 1,85% en 2028 y un 3,40% en 2029. En el escenario expuesto, se proyectan utilidades netas positivas en todos los periodos analizados, así como flujos netos de efectivo favorables.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones de estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que han sido elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato del Emisión de Papel Comercial, así como de los demás activos y contingentes. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía

Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 1,2% en 2025¹⁰. Por su parte el Banco Mundial estima un crecimiento de 0,3% para el Producto Interno Bruto (PIB) Ecuador, el más bajo de la región¹¹. Las previsiones de crecimiento se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania, la crisis de inseguridad, y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo¹². Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 1,5% para 2025.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 2,2% para el año 2025. La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+1,2% en 2025), mientras que las economías emergentes y en desarrollo de Asia (China e India) continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 5,0% para el año 2025. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,5% para el año 2025¹³.

El Ecuador presenta desafíos los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento económico. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, la crisis de inseguridad que vive el país, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China, las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal. A lo anterior, se adiciona que el Ecuador, conforme el Índice de Paz Global (*Global Peace Index*) que publica el *Institute for Economics and Peace*, en el año 2023 se ubicó en el puesto número 97 del ranking de paz global (puesto 73 en 2022), considerándolo como un país peligroso.¹⁴

La economía de Ecuador está en recesión¹⁵, según los últimos informes del Banco Central del Ecuador (BCE). Esta situación se ha visto influenciada por varios factores, tanto internos como externos, que han afectado la estabilidad económica del país. Entre los factores se encuentran la inestabilidad política, aumento de la tarifa del IVA del 12% al 15% desde mayo de 2024, la falta de liquidez en el mercado, problemas de inseguridad, la crisis energética, incidieron de manera negativa en varios sectores económicos como el comercio, el turismo y la manufactura (pérdidas económicas de más de USD 16 mil millones). Además, la caída en los precios del petróleo afecta gravemente la economía ecuatoriana. Como país exportador de petróleo, Ecuador depende en gran medida de los ingresos por la venta de crudo. A esto se suman las políticas económicas y la deuda externa. Así mismo, en los últimos años, el gobierno ha aumentado la deuda externa y ha implementado medidas de austeridad. Según el BCE, el Ecuador necesita diversificar su economía y reducir su dependencia al petróleo, así como fomentar sectores como la agricultura, la manufactura y los servicios. También es necesario implementar reformas estructurales para mejorar la eficiencia del sector público y fortalecer el sistema financiero. Finalmente, la falta de empleo y el incremento de la delincuencia son dos factores que podrían significar una desaceleración económica que resulta en la disminución del PIB, y una reducción del consumo y la inversión¹⁶.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados en diciembre 2024 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

¹⁰ <https://www.primicias.ec/economia/fmi-proyeccion-crecimiento-pib-ecuador-mejora-81677/#:~:text=Proyecci%C3%B3n%20del%20crecimiento%20del%20PIB%20seg%C3%BAn%20el%20FMI&text=El%20FMI%20incluso%20mejor%C3%B3%20la,aumento%20de%201%2C%25.>

¹¹ <https://www.primicias.ec/economia/banco-mundial-expectativas-crecimiento-ecuador-80861/#:~:text=El%20Banco%20Mundial%20estima%20un,difundidas%20este%209%20de%20octubre.>

¹² <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/12e40c3f-5e54-440e-8f0f-982edcb156c9/content>

¹³ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2024/10/22/world-economic-outlook-october-2024>

¹⁴ <https://datosmacro.expansion.com/demografia/indice-paz-global/ecuador>

¹⁵ Una recesión se traduce en una reducción del Producto Interno Bruto (PIB), un aumento en el desempleo, y una disminución en la producción y el consumo. En promedio, los períodos de crecimiento duran unos dos años, mientras que las recesiones duran aproximadamente un año y medio. En total, cada ciclo económico completo, que incluye tanto el crecimiento como la recesión, dura alrededor de tres años y medio.

¹⁶ <https://www.infobae.com/america/america-latina/2024/07/22/la-economia-ecuatoriana-entro-en-recesion-segun-el-banco-central/#:~:text=Las%20p%C3%A9rdidas%20econ%C3%B3micas%20durante%20la,duro%20para%20la%20econom%C3%ADa%20ecuatoriana.>

CUADRO 7: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal (millones USD) 2023 Prel.	118.845	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,74%
Deuda Pública Total / PIB (oct 2024)	50,72%	Inflación mensual (dic - 2024)	-0,99%
Balanza Comercial Total (millones USD) nov 2024	6.005,7 (Superávit)	Inflación anual (dic - 2024)	0,53%
Reservas Internacionales (millones USD dic-2024)	6.899,5	Inflación acumulada (dic - 2024)	0,53%
Riesgo país, 31 de diciembre 2024 (puntos)	1.200	Remesas (millones USD) II-T 2024	1.611,14
Precio Barril Petróleo WTI (USD dic 2024)	71,65	Tasa de Desempleo nacional (nov - 2024)	3,70%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg -INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): En el año 2023 frente a las dificultades políticas y de inseguridad, la economía ecuatoriana, medida a través del PIB, bajo la nueva metodología de base móvil, registró un crecimiento anual de 2,4%, lo cual reflejó una desaceleración de 3,8 puntos porcentuales frente a la tasa registrada en 2022. Ese desempeño estuvo impulsado por el aumento en el Gasto Consumo Final de los Hogares en 1,4; del Gasto Consumo Final del Gobierno en 3,7%; y, de las Exportaciones de bienes y servicios en 2,3%¹⁷.

Durante el segundo trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) de Ecuador experimentó una disminución, llegando a -1,9% en comparación con el mismo periodo del año anterior (1,5%). Este comportamiento obedece principalmente a una reducción de las exportaciones en (-0,3%), además de una variación negativa del Gasto de Consumo final Hogares (-0,05%) y la formación bruta de capital fijo (FBKF) (-0,6%).

La reducción de las importaciones está atado a una contracción de la demanda en los productos refinados de petróleo, vehículos y equipos de transporte. Por su parte, el consumo de los hogares se vio afectado por la disminución de la demanda de los servicios de comercio y de transporte. Mientras que, la reducción del gasto de gobierno se sustentó en una disminución en sus servicios administrativos.

Respecto a la demanda externa, el comportamiento negativo de las exportaciones obedece principalmente a menores ventas al exterior de camarón elaborado¹⁸. Finalmente, la variación de existencias contribuyó positivamente al PIB por una alta acumulación de los inventarios por parte de las empresas durante los primeros tres meses de 2024 en comparación al mismo periodo del año anterior, debido a las contracciones de la demanda interna y externa¹⁹.

La economía del Ecuador enfrenta un crecimiento lento, atribuido a la insuficiente atracción de inversiones, según el Banco Mundial. La baja atracción de inversiones, evidenciada por la contracción en diversos sectores, como la industria petrolera, contribuye a este estancamiento. El llamado a acelerar transformaciones estructurales destaca la necesidad de mejorar el entorno jurídico, la seguridad física, las condiciones económicas y la legislación amigable con la inversión²⁰. Además, según estudios del Banco Interamericano de Desarrollo, se explica que los niveles crecientes de delincuencia impactan negativamente en el crecimiento de la economía²¹.

El **Riesgo País** registró 1.200 puntos al 31 de diciembre de 2024. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés²².

La **calificación de deuda** al 27 de enero de 2025 de Moody's²³ para los bonos de deuda ecuatoriana se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default". Por otro lado, la agencia Fitch Rating para la misma fecha mantiene la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en "B-" (estable), calificación que significa "altamente especulativa", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país. Para 27 de enero de 2025, S&P confirmo la calificación

¹⁷ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2023.pdf

¹⁸ Este producto corresponde al sector de la manufactura de productos alimenticios

¹⁹ <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/la-economia-reporto-un-crecimiento-de-1-2-en-el-primer-trimestre-de-2024-por-una-reduccion-de-las-importaciones-y-una-acumulacion-de-inventarios>

²⁰ <https://www.americaeconomia.com/economia-y-mercados/banco-mundial-el-crecimiento-economico-de-ecuador-se-ralentiza-debido-la>

²¹ <https://publications.iadb.org/en/frontiers-economics-crime-lessons-latin-america-and-caribbean>

²² <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

²³ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

crediticia de Ecuador en “B-” (negativa) para el largo plazo y “B” para el corto plazo, tras la realización del canje de deuda por naturaleza. Según S&P, esa operación tiene como objetivo reducir la deuda de Ecuador en aproximadamente USD 700 millones, equivalente al 0,6% del PIB, al mismo tiempo que dirige recursos hacia la conservación ambiental del Corredor Amazónico²⁴. Según la agencia, la capacidad del gobierno para corregir la política se ve limitada por su corto mandato y la necesidad de contener una creciente violencia. La perspectiva negativa refleja el riesgo de que las medidas implementadas sean insuficientes para mejorar el desempeño fiscal y recuperar el acceso al mercado antes del desafiante servicio de la deuda a partir de 2025.²⁵

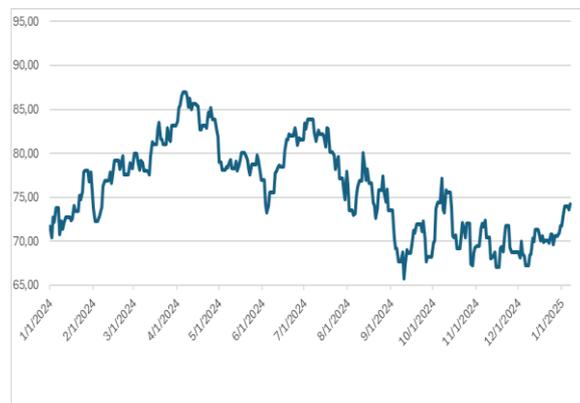
Hasta noviembre de 2024, **las importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 25.223,5 millones, mostrando una reducción de USD 1.652,4 millones, lo que equivale a un descenso de 6,1% en comparación con las importaciones realizadas durante el mismo período en 2023.²⁶

Las exportaciones totales en valores FOB hasta noviembre de 2024 ascendieron a USD 31.229,2 millones, lo que representa un incremento del 9,5% con respecto al mismo período de 2023. Entre ellas, las exportaciones de petróleo registraron un aumento del 7,3% en valor FOB, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron un 10,3%.

Hasta noviembre de 2024, la **Balanza Comercial Total** mostró un superávit de USD 6.005,7 millones, lo que representó un incremento del saldo en USD 4.351,2 millones en comparación con el mismo periodo de 2023. La Balanza Comercial Petrolera registró un superávit de USD 2.893,7 millones, mientras que la Balanza Comercial No Petrolera alcanzó un superávit de USD 3.112,0 millones.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento variable a lo largo de los periodos analizados, cerrando en USD 71,72 por barril al 31 de diciembre de 2024 (USD 71,65 al 31 de diciembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2025 contempló un valor de USD 63,7 por barril para las exportaciones de petróleo²⁷.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: <https://finance.yahoo.com/> Elaboración: Class International Rating

Durante enero y noviembre de 2024, la producción diaria de crudo en el país alcanzó 159,2 millones de barriles. En este período, EP Petroecuador produjo 127,9 millones de barriles lo que implicó una caída de 0,7% en comparación con el mismo periodo de 2023, En contraste las empresas privadas generaron 31,3 millones de barriles lo que representó un aumento de 5,8%. Estas cifras representaron una disminución de 5,8% en la producción estatal. Para noviembre de 2024, las exportaciones de crudo alcanzaron los 9,6 millones de barriles, lo que representó una disminución del 8,6% en comparación con el mismo mes de 2023. De esta cantidad, EP

²⁴ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/standard-poor-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-nuevo-canje-224089.html#:~:text=Standard%20poor's%20mantiene%20calificaci%C3%B3n%20de%20deuda%20de%20Ecuador%20tras%20nuevo%20canje,-La%20calificadora%20prev%C3%A9&text=La%20calificadora%20de%20riesgos%20Standard,canje%20de%20deuda%20por%20naturaleza.>

²⁵ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

²⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc202501.pdf>

²⁷ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2025/01/informe_t%E2%80%9Acnico_prorrogado_2025_vf.pdf

Petroecuador exportó 7,7 millones de barriles y el Ministerio de Energía y Minas 1,5 millones de barriles; mientras que las compañías privadas²⁸ 0,4 millones de barriles²⁹.

Se debe indicar que, para el año 2025 uno de los factores que afectará la producción petrolera es el cierre del campo petrolero ITT, tras la consulta popular en la que una mayoría de ecuatorianos votó a favor de que no se extraiga más petróleo de esta zona (Parque Nacional Yasuni). Por el cierre del ITT, en 2024 Ecuador dejó de extraer 10.000 barriles de petróleo al día. Y para el año 2025 el Ministerio de Hidrocarburos proyecta que se reducirán otros 15.000 barriles diarios más, según el plan de cierre progresivo, que tiene una proyección de cinco años, es decir, hasta el 2028. El plan para el bloque ITT prevé el cierre de 246 pozos petroleros, de los cuales ya se han cerrado 10 en 2024. A partir de 2025, se cerrarán 48 pozos por año hasta el 2028. Y en 2029 se cerrarán los últimos 44.³⁰

Hasta diciembre de 2024 el total de **recaudación tributaria bruta** sumó un valor de USD 18.779,91 millones, es decir existió un crecimiento de 7,81% respecto al 2023. Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta diciembre de 2024 se destaca, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 6.264,50 millones, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 7.265,39 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.264,67 millones y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 493,08 millones³¹.

La **inflación mensual** en diciembre de 2024 registró una variación de -0,99%, mientras que la variación **anual** fue de 0,53% y la **acumulada** fue de 0,53%. Para diciembre de 2024, la división que más influyó en el índice de precios al consumidor (IPC) fue recreación y cultura, bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes, bienes y servicios diversos.³²

En referencia al **salario nominal promedio**, para diciembre de 2024, se fijó en USD 536,60³³; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 460,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 477,80 para diciembre de 2024³⁴. En cuanto al costo de la **canasta básica familiar** en diciembre de 2024, se ubicó en USD 797,97³⁵, lo que supone un ligero aumento de unos USD 11,97 con respecto a los precios de 2023, no obstante, bajó USD 6,87 comparado con noviembre de 2024. Este registro implica que el ingreso familiar promedio, situado en diciembre en los USD 858,67, cubre el 107,61% del costo total de la canasta familiar básica tasada por el INEC. Por su parte, la Canasta Vital tuvo un costo de USD 554,76, generando un excedente de USD 303,91 del ingreso familiar.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,19% en 2022 a 3,38% en diciembre de 2023 y 3,70% en noviembre de 2024. La tasa de **empleo adecuado** pasó de 36,04% en 2022 a 35,92% en diciembre de 2023 y 33,70% en noviembre de 2024, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 19,80% a 20,58% y 22,70% en ese mismo orden.³⁶

A junio de 2024, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,5% y la pobreza extrema en 10,6%. En el área urbana la pobreza llegó al 17,2% y en el área rural alcanzó el 43,2%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁷, se ubicó en 0,456 a junio de 2024 (0,457 a diciembre de 2023). Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en junio de 2024 se ubicó en USD 91,55 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 51,60 mensuales per cápita (a diciembre de 2023 se ubicó en USD 90,08 y USD 50,76 respectivamente)³⁸.

²⁸ Desde mayo de 2022 varias empresas privadas cambiaron la modalidad de contrato pasando de la modalidad de prestación de servicios a la modalidad de participación

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacro012025.pdf>

³⁰ <https://www.primicias.ec/economia/plan-hidrocarburifero-inversiones-petroleo-gobierno-noboa-88061/>

³¹ <https://www.sri.gov.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri#estadC3%ADstic>

³² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202407.pdf>

³³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202411.pdf>

³⁴ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

³⁵ <https://www.swissinfo.ch/spa/ecuador-registr%C3%B3-una-inflaci%C3%B3n-de-0%2C53-%25-en-2024-2C-la-m%C3%A1s-baja-desde-2021/88705561#:~:text=En%20cuanto%20a%20la%20Canasta,a%20los%20precios%20de%202023.>

³⁶ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2024/Noviembre/202411_Boletin_empleo_ENEMDU.PDF

³⁷ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

³⁸ file:///E:/INFORMES/DATOS%20PARA%20INFORMES/RIESGO%20DE%20LA%20ECONOMIA/2024/AGOSTO/202406_Boletin_pobreza_ENEMDU.pdf

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 7,19% para enero de 2025, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,80%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,61%³⁹. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para noviembre de 2024 alcanzó la suma de USD 86.665,6 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 31.044,4 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.965,1 millones⁴⁰.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para noviembre de 2024, el 44,0% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito), el 42% al consumo, el 7,6% en Microcrédito, el 5,9% a Vivienda y el 0,5% a Educativo⁴¹. Según cifras del Datalab de la Asociación de Bancos Privados, con corte a noviembre de 2024, la rentabilidad (ROE) cayó a 9,74% frente a su similar de 2023 (12,43%), es decir, por cada dólar en patrimonio, se obtiene menos de 10 centavos de utilidad. En 2019, antes de la pandemia, los bancos generaban una rentabilidad del 13,90%. Esto significa que actualmente los bancos han perdido 4,16 puntos porcentuales de rentabilidad en los últimos cinco años y medio. Asimismo, en diciembre de 2023, las cooperativas cerraron con una rentabilidad del 3,88%, es decir, por cada dólar en el patrimonio, se obtenía casi 4 centavos de utilidad. A octubre de 2024, la rentabilidad cayó al 2,71% (5,04% en su similar de 2023), es decir, por cada dólar de patrimonio se obtienen 2,71 centavos de utilidad⁴².

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el segundo trimestre de 2024 totalizó USD 1.611,14 millones, cifra que represento un aumento del 19,04% en comparación con el segundo trimestre de 2023 (USD 1.353,45 millones). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos⁴³, además del incremento en la tasa migratoria debido ocasionado por la crisis económica que atraviesa el país.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2024 fueron de USD 73,58 millones; monto inferior en USD 86,5 millones frente a lo registrado en el tercer trimestre de 2023 (USD 160,1 millones), resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador⁴⁴. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: actividades de transporte y almacenamiento, actividades de servicios prestados a empresas, industria manufacturera, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Suiza, Perú, Suecia, entre otros⁴⁵.

Para octubre de 2024, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 48.744,88 millones, y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna** para octubre de 2024 fue de USD 12.518,33 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.164,84 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de octubre de 2024, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 50,72% del PIB superando el límite del 40% del PIB⁴⁶.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2022 registraron la suma de USD 8.458,65 millones, mientras que para diciembre de 2023 totalizaron USD 4.454,36 millones y USD 6.899,5 millones para diciembre de 2024⁴⁷. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas. Es importante mencionar que la Administración del Banco Central del Ecuador, presentó la propuesta técnica para la recomposición de los activos externos disponibles para la inversión, misma

³⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

⁴⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IE/Mensual/Indices/m2074122024.html>

⁴¹ <https://datalab.asobanca.org.ec/datalab/home.html#>

⁴² <https://www.lahora.com.ec/pais/rentabilidad-bancos-cooperativas-cae-2024-complica-mas-acceso-credito-ecuatoriano/>

⁴³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere2023IV.pdf>; <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-recibio-remesas-primer-trimestre-2024.html>

⁴⁴ <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/298-inversi%C3%B3n-extranjera-directa>

⁴⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indexe.htm>

⁴⁶ <https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/>

⁴⁷ <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

que se aprobó en el mes de diciembre de 2023. Esta decisión técnica permitió convertir 241 mil onzas de oro en USD 494 millones, los cuales han sido invertidos en instrumentos financieros seguros y líquidos.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

CARVAGU S.A. fue constituida en el año 1997, y se dedica a la investigación, elaboración y distribución de productos naturales, que benefician la calidad de vida de todas las personas. Mantiene el liderazgo en ventas en la categoría Suplementos Alimenticios y Medicina Natural en el país. Se caracteriza por su estricto control en la elaboración, almacenamiento, distribución y transporte de los productos.

Es una empresa que cuida la salud de los consumidores y clientes, generando bienestar y confianza con productos farmacéuticos, naturales, suplementos alimenticios y cosméticos de calidad, creados a través de la investigación, innovación y tecnología, con infraestructura adecuada y personal altamente calificado.

CARVAGU S.A., se enorgullece de contar con una amplia presencia en el mercado. No solo opera en Ecuador, sino que también ha expandido las operaciones a otros países, esta expansión ha sido posible gracias al compromiso con la calidad y la efectividad de sus productos. Para respaldar y demostrar su compromiso con la excelencia, cuenta con 200 registros sanitarios a nivel nacional y 163 a nivel internacional. Adicionalmente, para su distribución mantiene 5 establecimientos.

CUADRO 8: LÍNEAS DE PRODUCTOS

Línea	Marcas
Productos	Alimento
	Cosméticos
	Farmacéuticos
	Natural
	Suplementos
Otros	

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Propiedad Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de diciembre de 2024, el capital social de CARVAGU S.A., se mantiene en USD 2,10 millones, el mismo que está conformado por 2.100.000 acciones ordinarias, nominativas e indivisibles de valor nominal de un dólar cada una. Adicionalmente se debe indicar que el capital se encuentra conformado por el aporte de cuatro personas naturales y una persona jurídica, con una concentración del 43,75%, en el Sr. Carlos Valarezo. Los demás accionistas cuentan con participaciones iguales.

CUADRO 9: ACCIONISTAS

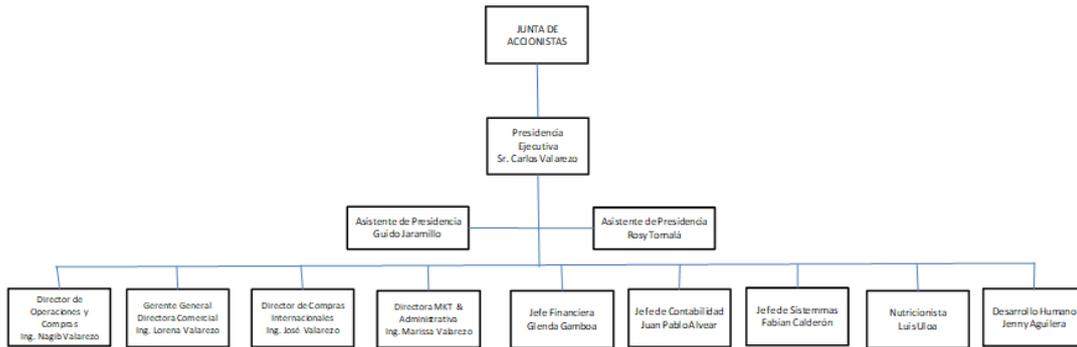
Nombre	Capital (USD)	Participación (%)
ISNAVA NAVASA S.R.L.	295.302,00	14,06%
VALAREZO GUZMAN CARLOS JULIO	918.750,00	43,75%
VALAREZO SANCHEZ JOSE ABRAHAM	295.302,00	14,06%
VALAREZO SANCHEZ MARISSA IVONNE	295.323,00	14,06%
VALAREZO SANCHEZ MERCEDES LORENA	295.323,00	14,06%
Total	2.100.000,00	100,00%

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

La compañía se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas, administrada por el Gerente General, el presidente y los gerentes, quienes toman las decisiones más adecuadas que permitan mantener una apropiada estructura financiera y procesos eficientes.

Así mismo cuenta con políticas de organización que hacen referencia a un sistema estructurado de políticas y procedimientos que orientan la toma de decisiones de la empresa, que conjuntamente con sus controles internos y sistemas de comunicación les permiten analizar los resultados en tiempos adecuados.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA



Fuente y Elaboración: POP/CARVAGU S.A.

La empresa basa sus fortalezas en el recurso humano y cuenta con un staff competente y confiable que brinda todo el soporte acerca de los servicios y productos de la compañía. Es por esto que los principales ejecutivos de la compañía cuentan con personal altamente capacitado, motivado y con la experiencia suficiente en el campo que desempeñan, con el fin de cumplir con las expectativas y propósitos establecidos por la compañía. El compromiso de los accionistas se evidencia en la conformación de la plana gerencial, pues 3 de ellos desempeñan cargos importantes.

CUADRO 10: PRINCIPALES EJECUTIVOS⁴⁸

Cargo	Nombre
Presidente Ejecutivo	Carlos Valarezo
Gerente General y directora Comercial	Lorena Valarezo
Directora Administrativa y Marketing	Marissa Valarezo
Director de Compras y Operaciones	Nagib Valarezo
Director de Compras Internacionales	José Abraham Valarezo

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

La compañía no cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo formalmente definidas, no obstante, cuenta con una estructura organizada que le permite comunicar e integrar la dirección de la empresa, además de cumplir con lo requerido por la normativa en materia de gestión de Juntas de accionistas.

Es importante mencionar que dentro de los estatutos se evidencia las funciones de cada puesto, lo que demuestra que la compañía posee una adecuada transparencia en todos los procesos y una adecuada divulgación de información financiera.

La compañía cuenta con estatutos y políticas establecidas que conforman la regulación para su correcto funcionamiento, además se determina aspectos generales de capitalización y distribución de utilidades, entre otras. Según la administración de la compañía, su actitud hacia los stakeholders es de total transparencia y de acciones que fortalezcan la relación, lo cual se ve fortalecido por sus políticas.

Empleados

Al 31 de diciembre de 2024, la empresa mantuvo dentro de su nómina a 184 empleados (177 en noviembre de 2024) mismos que están calificados para desarrollar tareas específicas dentro de la compañía, y se distribuyen en distintas áreas, como comercial y logística (43,48%), producción (26,09%), administrativo financiero (16,30%) y servicios de planta (14,13%). Adicionalmente, se debe indicar que la selección y contratación de su personal es adecuado y está orientado al desempeño de sus funciones. Es importante mencionar que el 100% de los colaboradores cuenta con contrato indefinido.

⁴⁸ El comportamiento de los órganos administrativos es estable

Adicionalmente, CARVAGU S.A. no posee sindicatos ni contratos colectivos y mantiene buenas relaciones con todos sus colaboradores.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros.

Empresas Vinculadas o Relacionadas

CUADRO 11: RELACIONADAS POR ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

NOMBRE	RAZON SOCIAL	CARGO EN EMPRESA VINCULADA	SITUACIÓN LEGAL
VALAREZO SANCHEZ MERCEDES LORENA	IMPORFRUIT S.A.	GERENTE GENERAL/ACCIONISTA	ACTIVA
	PHARMAHEALTH S.A.	GERENTE GENERAL/ACCIONISTA	ACTIVA
	CLARV S.A.	GERENTE GENERAL/ACCIONISTA	ACTIVA
	IMPORTMOVA S.A.	PRESIDENTE/ACCIONISTA	ACTIVA
	IMPORTADORA NAGIB S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	IMPORTADORA DEGAN S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	PRONATCORP S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	INMOBILIARIA DEL RIO S.A. INMORIO	ACCIONISTA	ACTIVA
	SERGLUM S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
VALAREZO GUZMAN CARLOS JULIO	IMPORTMIRAMAR S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	INMOBILIARIA DEL RIO S.A. INMORIO	PRESIDENTE/ACCIONISTA	ACTIVA
	EXPORTGREEN S.A.	PRESIDENTE/ACCIONISTA	ACTIVA
	PHARMAHEALTH S.A.	PRESIDENTE/ACCIONISTA	ACTIVA
	IMPORTMIRAMAR S.A.	PRESIDENTE/ACCIONISTA	ACTIVA
	SERVGLUM S. A.	PRESIDENTE/ACCIONISTA	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	PRESIDENTE/ACCIONISTA	ACTIVA
	PRONATCORP S.A.	PRESIDENTE/ACCIONISTA	ACTIVA
ISNAVA NAVASA S.R.L.	IMPORTADORA NAGIB S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	IMPORTADORA DEGAN S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	IMPORT & EXPORT WORLD LIVE S.A. IMPORTWL	ACCIONISTA	ACTIVA
VALAREZO SANCHEZ JOSE ABRAHAM	ISNAVA S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	VITAMINWORLD S.A.S.	GERENTE GENERAL/ACCIONISTA	ACTIVA
	NATURAL HERBS S.A. NATUHERB	GERENTE GENERAL	ACTIVA
	EXPORTGREEN S.A.	GERENTE GENERAL/ACCIONISTA	ACTIVA
	IMPORVARELLANO S.A.	GERENTE GENERAL/ACCIONISTA	ACTIVA
	LABORATORIOS ABRAHAM S.A. ABRAMLAB	GERENTE GENERAL/ACCIONISTA	ACTIVA
	IMPORTADORA DEGAN S.A.	PRESIDENTE EJECUTIVO	ACTIVA
	IMPORTADORA NAGIB S.A.	PRESIDENTE EJECUTIVO	ACTIVA
	PRONATCORP S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	INMOBILIARIA DEL RIO S.A. INMORIO	ACCIONISTA	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	SERVGLUM S. A.	ACCIONISTA	ACTIVA
VALAREZO SANCHEZ MARISSA IVONNE	IMPORTMIRAMAR S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	PHARMAHEALTH S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	MEDNATCORP S.A.	GERENTE GENERAL/ACCIONISTA	ACTIVA
	PUBLITRADING S.A.	GERENTE GENERAL/ACCIONISTA	ACTIVA
	PRONATCORP S.A.	GERENTE GENERAL/ACCIONISTA	ACTIVA
	IMPORTADORA NAGIB S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	IMPORTADORA DEGAN S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	FASARNEX S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
	INMOBILIARIA DEL RIO S.A. INMORIO	ACCIONISTA	ACTIVA
	IMPORFRUIT S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA
SERVGLUM S. A.	ACCIONISTA	ACTIVA	
IMPORTMIRAMAR S.A.	ACCIONISTA	ACTIVA	

Fuente/ Elaboración: POP/CARVAGU S.A.

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes⁴⁹

CARVAGU S.A., al ser una compañía retail, mantiene una extensa variedad de clientes dentro de su portafolio, lo que reduce la probabilidad de un posible riesgo de concentración en su cartera. El cliente más representativo dentro del total de las ventas brutas a diciembre de 2024 representó el 11,55%. Por su parte, los 5 principales clientes en conjunto aportaron el 45,26% de las ventas, mientras que la diferencia está compuesta por clientes con representaciones individuales por debajo del 6%.

Las políticas de CARVAGU S.A., claramente definidas, fomentan una relación estable con sus clientes y determinan una capacidad de negociación en términos razonables para la compañía. Es importante mencionar que la compañía mantiene una política de crédito en la cual se estudia el historial crediticio del cliente para cerciorarse de que este no se encuentre reportado en ninguna entidad crediticia, así mismo, CARVAGU S.A. solicita información diversa con la finalidad de medir la capacidad de pago de los solicitantes, establecer las condiciones del crédito y su límite.

De igual manera, es importante destacar que la empresa ofrece un límite de crédito a sus nuevos clientes que varía entre 30 y 60 días, dependiendo del monto. Además, para incentivar las ventas mediante “pronto pago” a clientes nuevos, el plazo se fijará de acuerdo con la negociación realizada por el asesor comercial. Asimismo, los porcentajes de descuentos pueden oscilar entre el 3% y el 7%, dependiendo de los días de pronto pago acordados.

Según informó la empresa, a diciembre de 2024 las ventas al contado representan el 5,55% del total de las ventas, mientras que las ventas a crédito suman el 94,45%.

Al 31 de diciembre de 2024, la cartera por vencer junto con la cartera vencida hasta 30 días, considerada como normal en el ámbito comercial, representó el 74,50% del total de la cartera (73,46% a diciembre de 2023). Por su parte, la cartera vencida con más de 30 días alcanzó el 25,50%, porcentaje inferior respecto al 26,54% registrado en diciembre de 2023. Dentro de esta última, el mayor porcentaje se concentró en el rango de más 90 días (11,39%). Aunque la estructura de la cartera muestra una mejora en la proporción de cartera por vencer, el desplazamiento de la cartera vencida hacia plazos más largos podría incrementar el riesgo de incobrabilidad.

CUADRO 12: ANTIGÜEDAD DE CARTERA

CARTERA TOTAL	2022	2023	2024
Por Vencer	42,38%	56,83%	61,00%
Vencida de 1 a 30 días	6,19%	16,63%	13,50%
Vencida de 31 a 60 días	12,18%	11,40%	5,85%
Vencida de 61 a 90 días	0,00%	6,79%	8,25%
Vencida más de 90 días	39,25%	8,35%	11,39%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

La cobertura de la cartera vencida más de 30 días con el nivel de provisiones constituidas fue de 2,83% en diciembre de 2024 (2,49% en diciembre de 2023); aspecto que se debe reforzar con el propósito de cubrir adecuadamente la cartera en riesgo de la Compañía.

Se debe indicar que, las provisiones para cuentas incobrables disminuyeron en un 90,04% entre el cierre de 2022 y 2023, pues en 2023 la compañía castigó cartera comercial (saldos incobrables del año 2019 al 2020), utilizando la provisión que venía acumulando con el objetivo de limpiar y depurar la cartera (recomendación realizada por la firma auditora externa). Para diciembre de 2024 la provisión para incobrables se ubicó en USD 41.524,43.

⁴⁹ La Compañía posee una adecuada capacidad de negociación con sus clientes.

Proveedores

CARVAGU S.A. mantiene relaciones comerciales con una variedad de empresas de prestigio en el mercado nacional e internacional; es así como a diciembre de 2024 su principal proveedor alcanzó el 10,57% del costo de ventas, la diferencia corresponde a aquellos con participaciones inferiores al 10,40%, lo que evidencia la ausencia de un posible riesgo por concentración.

Al 31 de diciembre de 2024, las cuentas por pagar a proveedores vigentes representaron el 56,49% del total de las cuentas por pagar (70,77% en diciembre de 2023), mientras que el 43,51% restante corresponde a cuentas por pagar vencidas (29,23% al cierre del año 2023).

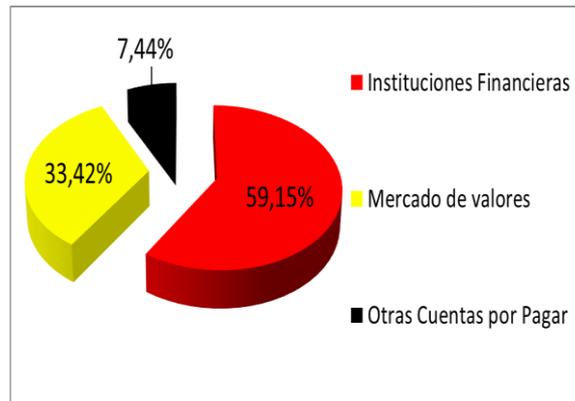
La compañía maneja políticas en sus cuentas por pagar para establecer los lineamientos bajo los que debe ejecutarse las adquisiciones locales de bienes y prestaciones de servicios a través de una adecuada selección de proveedores que cumplan con los términos de objetividad, transparencia, aprovechamiento de las mejores ofertas del mercado en cuanto a calidad y precio. El manejo, control y aprobación de estos pagos está a cargo de los departamentos de compras y financiero. Se destaca que, dada la dispersión de los proveedores sobre los costos de ventas, la compañía tiene una buena capacidad de negociación con sus proveedores.

El sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos de insumos, mercadería, aranceles, entre otros.

Política de Financiamiento

La deuda financiera de la Compañía estuvo conformada por obligaciones adquiridas con Instituciones Financieras, Mercado de Valores y, desde el año 2023, por otras cuentas por pagar, mismas que están conformadas por créditos concedidos por terceros. Al 31 de diciembre de 2024 la deuda con costo ascendió a USD 26,93 millones y financió el 51,71% de los activos. Se debe acotar que la compañía también financió sus operaciones, pero en menor proporción, con proveedores, en diciembre de 2024 el peso de este rubro dentro del activo cerró en 1,06%.

GRÁFICO 5: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA (DICIEMBRE 2024)



Fuente: CARVAGU S.A./ Elaboración: Class International Rating

Políticas de Precios

Es importante señalar que, aparte de su manufactura, infraestructura de ventas y marketing, es precisamente su política de precios, enfocada a brindar a sus clientes productos accesibles, el factor que le ha permitido a la Compañía convertirse en líder del mercado de productos naturales.

Entre las estrategias más relevantes para el desarrollo del negocio la compañía se ha trasado las siguientes estrategias:

- Incremento de la presencia del portafolio de productos en mercados internacionales establecidos y expansión de cobertura de Nature's Garden hacia nuevos países.
- Desarrollo de estrategias especializadas de distribución y *retail* sobre "cliente ideal", "portafolio ideal", "Punto de venta ideal", utilizando mecanismos tecnológicos que permitan la ejecución de dichas estrategias (Aplicativos para personal de campo, plataformas de información en tiempo real).
- Exhaustivo seguimiento de estrategias Comerciales y Marketing para incremento de *sell in* (llenado de canal) y *sell out* (evacuación del canal) de portafolio de productos según los distintos canales de distribución y dimensión de clientes.

Políticas de Inversiones

CARVAGU S.A. tiene como política, que todas las inversiones que realice la empresa deben ser analizadas por la Presidencia, para luego ser aprobadas por la Junta de Accionistas, ya sea esta una inversión en Propiedades y Activos Fijos, en Instrumentos Financieros e incluso si se trata de Reinversión de Utilidades.

Sus políticas de inversión están enfocadas en mejorar la capacidad instalada y expandirse al mercado internacional, actualmente tiene cubierto la zona de Centroamérica como El Salvador, Panamá, Guatemala, Costa Rica y tiene como objetivos abrir mercado en Europa. Cabe recalcar que también tiene una pequeña participación en el mercado norteamericano y también se está trabajando para crecer en este país.

Estrategias

La compañía ha establecido las siguientes estrategias para el año 2025:

- Cumplimiento presupuesto *sell in* / *sell out* al 100%.
- Definición de la estrategia internacional.
- Desarrollar un plan de marketing adaptada a cada mercado internacional.
- Estandarizar estructura comercial.
- Beneficios tributarios y ahorro financieros.
- Entre otras.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa, Normas de Calidad y Certificaciones

CARVAGU S.A., es una compañía regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y los organismos de control de comercio exterior (importaciones y exportaciones), entre otras, a más de leyes específicas como las de defensa del consumidor y propiedad intelectual, entre otras.

La empresa cuenta con varias certificaciones:

- ✓ **Certificación de Buenas Prácticas de Manufactura (BPM).** Nature's Garden se ha constituido en una empresa de sólido liderazgo y posicionamiento, convirtiéndose actualmente en un referente excepcional en el mercado de productos naturales y farmacéuticos, gracias a la implementación de exitosas estrategias y alianzas de integración comercial.
- ✓ **Certificación de Buenas Prácticas de Almacenamiento (BPA).** CARVAGU S.A. aplica las buenas prácticas de almacenamiento (BPA) para el fiel cumplimiento en distribución, expendio e importación de nuestros productos farmacéuticos y afines. Con una capacidad instalada y procedimientos operativos destinados a garantizar el mantenimiento de las características y propiedades de los productos.
- ✓ **Certificación Business Alliance for Secure Commerce (BASC).** Alianza empresarial internacional que promueve un comercio seguro en cooperación con gobiernos y organismos internacionales. La iniciativa BASC refleja el compromiso de las empresas por mejorar las condiciones de su entorno.

Responsabilidad Social y Ambiental

La compañía manifestó que mantiene los siguientes programas de Responsabilidad Social y Ambiental.

- ✓ **Comprometidos en la salud y el deporte ecuatoriano:** Nature's Garden entregó un incentivo económico a la primera mujer ecuatoriana en obtener una medalla de oro en la historia de los Juegos Olímpicos, para que pueda continuar con su preparación.
- ✓ **Donación:** El 1 de junio en el día del niño, donó 1.500 unidades de Triple C Kids a la Fundación Casa Ronald McDonald.
- ✓ **Reconocimiento:** Recibieron un reconocimiento por las buenas prácticas ambientales en beneficio de la ciudad de Guayaquil, otorgado por la Alcaldía de Guayaquil y la Dirección de Ambiente y Preservación de Áreas Verdes.
- ✓ **Cambios tecnológicos:** La compañía contribuye al medio ambiente al reducir su consumo de energía y emisiones de CO2 en sus plantas.
- ✓ **Carbono Neutro:** CARVAGU S.A., consecuente con el cuidado responsable del medio ambiente, está iniciando un proceso de Certificación de Carbono Neutro. Esto permite tener acceso a nuevos mercados internacionales y en especial a países pertenecientes a la Comunidad Europea.

Eventos Importantes

- En el mes de febrero de 2023 CARVAGU S.A., generó una operación significativa por la venta de los solares ubicados en la Av. Francisco de Orellana, registrados contablemente como Propiedades de Inversión, por tal transacción la empresa recibió un flujo de USD 15.031.480,00, de lo cual se utilizó un 60% para cancelar pasivos con carga financiera y la diferencia para capital de trabajo.
- CARVAGU S.A. se está enfocando en las ventas al exterior por lo cual está realizando una mayor inversión en potenciar la marca Natures Garden en los países centroamericanos como Guatemala, El Salvador, Costa Rica, Panamá, Honduras, Bolivia, Paraguay y EEUU. A nivel local, debido a la inestabilidad política y económica del Ecuador, la empresa ha decidido restringir los gastos en publicidad y otros rubros comerciales, ya que tiene controlado el mercado local.

Riesgo Legal

Al 31 de diciembre de 2024, según información proporcionada por la Compañía registra un proceso en calidad de actor ofendido. La calificadoradora no ha podido medir el impacto sobre la operación de la compañía.

Liquidez de los títulos

Al ser la calificación inicial de la Cuarta Emisión de Obligaciones CARVAGU S.A., todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos, la que será analizada en la siguiente revisión.

Al 31 de diciembre de 2024 CARVAGU S.A. registra las siguientes emisiones en el Mercado de Valores:

CUADRO 13: EMISIONES REALIZADAS

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado (USD)	Estado
Inscripción Genérica	2018	SCVS-INMV-DNAR-2018-00007915	-	Vigente
Emisión de Obligaciones	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00010451	10.000.000,00	Vigente
Emisión de Obligaciones	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00042185	5.000.000,00	Vigente
Papel Comercial	2024	SCVS-INMV-DNAR-2024-00013334	2.500.000,00	Vigente

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes

Al ser la calificación inicial de la Cuarta Emisión de Obligaciones CARVAGU S.A., todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos, la que será analizada en la siguiente revisión

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Situación del Sector

CARVAGU S.A. es una empresa ecuatoriana dedicada a la elaboración y distribución de productos naturales a nivel nacional. La empresa trabaja bajo la marca Nature's Garden para la comercialización de sus productos, los que son distribuidos en farmacias, supermercados, micromercados y en importantes centros de autoservicios a nivel nacional. La marca Nature's Garden ha ganado un interesante reconocimiento en el mercado local.

En los últimos años las tendencias en el mercado de productos naturales y orgánicos han cobrado un impulso importante, promovidas por una creciente conciencia sobre la salud y el bienestar. Los consumidores buscan alternativas más sostenibles y saludables, lo que ha llevado a un aumento en la demanda de alimentos, cosméticos y productos de limpieza libres de químicos y sintéticos. Este cambio en el comportamiento del consumidor no solo refleja un interés por lo que consumimos, sino también un compromiso con el medio ambiente y la sostenibilidad. A medida que esta tendencia continúa evolucionando, es esencial explorar las innovaciones y oportunidades que surgen en este dinámico sector⁵⁰.

El 68% de los consumidores busca activamente productos orgánicos y naturales, especialmente en sectores como la alimentación y los cosméticos. Esta tendencia refleja el interés por productos que no solo mejoren la salud, sino que también respeten el medio ambiente. La demanda de alimentos y productos de cuidado personal sin químicos nocivos seguirá en alza.⁵¹

Además, la innovación juega un papel decisivo en este sector, con el lanzamiento de nuevos productos que combinan ingredientes naturales y funcionales, como superalimentos y suplementos nutricionales. Las marcas están adoptando estrategias de marketing digital para conectar con un público más amplio, utilizando plataformas de redes sociales para educar y atraer a consumidores interesados en un estilo de vida saludable. Esta evolución no solo está transformando la oferta de productos, sino que también está estableciendo un nuevo estándar en el consumo responsable y consciente.⁵²

El Índice de Expectativas Empresariales (IEE) en el mes de diciembre de 2024 se situó en 55,1 puntos, lo que representa un incremento en comparación con el mes de noviembre, cuando las empresas reportaron un IEE de 54,7 puntos. La confianza empresarial evidencia una evolución positiva en tres sectores, mientras que el sector de la construcción presenta tendencia negativa. Según las expectativas globales proyectadas a enero de 2025, se anticipa un mayor nivel de confianza empresarial.⁵³

En diciembre de 2024, el Índice de Expectativas del Comercio (IEC) alcanzó los 60,2 puntos, reflejando un incremento de 0,2 puntos en la confianza empresarial respecto al mes anterior.

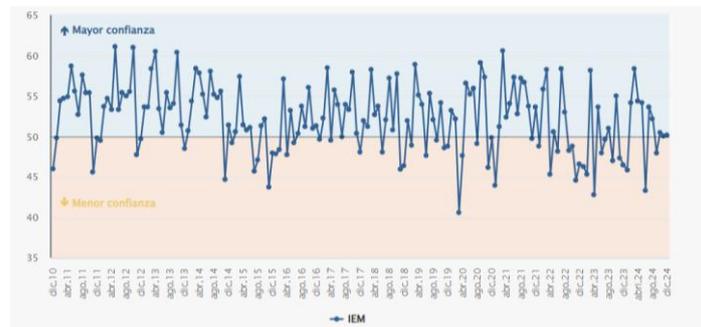
⁵⁰ <https://idi-a.es/tendencias-en-el-mercado-de-productos-naturales-y-organicos/>

⁵¹ <https://lajaja.comany/blog/tendencias-de-consumo-2025-como-sera-el-comportamiento-de-los-consumidores/>

⁵² <https://idi-a.es/tendencias-en-el-mercado-de-productos-naturales-y-organicos/>

⁵³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202412.html>

GRÁFICO 6: INDICE DE ESPECTATIVAS DE MANUFACTURA (DICIEMBRE 2024)⁵⁴



Fuente y Elaboración: Banco Central del Ecuador

En los últimos años, la industria farmacéutica ha experimentado una transformación profunda, acelerada significativamente por la pandemia del COVID-19. Este contexto sociosanitario ha provocado un cambio estructural en el sector, dando lugar a un modelo híbrido que combina prácticas presenciales tradicionales con innovadoras estrategias digitales.⁵⁵ Este nuevo modelo híbrido ha impulsado la digitalización y la adopción tecnológica dentro del sector farmacéutico, promoviendo la implementación de nuevas metodologías y formas de operar. La adopción de herramientas digitales y plataformas online ha permitido a las empresas farmacéuticas continuar sus operaciones a pesar de las restricciones físicas. Además, la telemedicina y las consultas virtuales se han convertido en prácticas comunes, ampliando el acceso a la atención médica y mejorando la comunicación entre pacientes y profesionales de la salud.⁵⁶

El sector farmacéutico en Ecuador ha mostrado un crecimiento sostenido en los últimos años, y según cifras de la Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria (Arcsa), hasta el cuarto semestre de 2024, el país cuenta con 12,964 farmacias registradas. Esto, junto a los datos de la Superintendencia de Compañías, revela la importancia y el tamaño de este sector en la economía ecuatoriana.⁵⁷

Hasta el año pasado, un total de 378 empresas activas se dedicaban a la venta de productos farmacéuticos al por menor, generando ingresos de aproximadamente USD 1,122 millones, lo que representa un incremento del 2% respecto a 2022.⁵⁸

Alrededor del 40% de los medicamentos usados en la actualidad se basan en productos naturales. Se están realizando nuevos estudios en este campo, por ejemplo, sobre genómica e inteligencia artificial, y cada vez hay más empresas especializadas en hierbas medicinales, productos naturales, salud, bienestar y los viajes relacionados con estos temas.

La orientación del tipo de productos que comercializa CARVAGU S.A. coloca a esta empresa dentro de las alternativas de medicina natural, la tendencia del mercado se ha inclinado a una mayor demanda de productos naturales que ayuden a mejorar la salud y bienestar de las personas, es por esto que los productos de mayor demanda son los multivitamínicos, antioxidantes y productos para combatir el estrés, así también como productos que contengan vitamina C, A y D, y productos para quemar grasa y reducir el apetito. La diferencia de precio entre los medicamentos naturales y los químicos es quizá uno de los factores determinantes para que haya clientes fijos de este tipo de medicina.

La industria de productos cosméticos, otro segmento al cual está dirigida la actividad de la compañía, se refiere a aquellas sustancias que se orientan a limpiar el cuerpo humano y mantener la piel en condiciones saludables.

El sector donde desarrolla sus actividades la empresa, tiene como barreras de entrada: La necesidad de economías de escala, la alta especialidad que se necesita para cada uno de los productos, registros sanitarios,

⁵⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202412.html>

⁵⁵ <https://blog.bismart.com/tendencias-industria-farmaceutica>

⁵⁶ <https://blog.bismart.com/tendencias-industria-farmaceutica>

⁵⁷ <https://america-retail.com/paises/peru/ranking-de-farmacias-en-ecuador-las-companias-que-dominan-el-mercado/#:~:text=El%20sector%20farmac%C3%A9utico%20en%20Ecuador,cuenta%20con%2012%2C964%20farmacias%20registradas.>

⁵⁸ <https://america-retail.com/paises/peru/ranking-de-farmacias-en-ecuador-las-companias-que-dominan-el-mercado/#:~:text=El%20sector%20farmac%C3%A9utico%20en%20Ecuador,cuenta%20con%2012%2C964%20farmacias%20registradas.>

fijación de precios, los cuales son sometidos a una revisión y control por las entidades pertinentes, la necesidad de profesionales especializados y con experiencia en las actividades desarrolladas por la compañía, la necesidad de fuertes inversiones de capital en infraestructura y tecnología, patentes y licencias, distribución y almacenamiento, nuevos productos y publicidad, etc., el acceso a proveedores que son mayormente internacionales, altas necesidades de capital de trabajo, alta diferenciación de los productos existentes, la experiencia en el sector y el *Know how* necesario para incursionar en este sector. La principal barrera de salida que tiene el sector es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad.

El sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos, aranceles, entre otros; sin olvidar que la compañía desarrolla sus actividades en un mercado con precios regulados. Adicionalmente, el alto nivel de especialización y desarrollo permite a las empresas del sector, generar o adquirir nuevos productos complementarios y/o sustitutos a los de la industria en general, es decir en sus mercados relevantes.

Expectativas

Las expectativas de la industria farmacéutica se centran en la introducción y mejora de nuevas tecnologías, en base a la proporción personalizada del tratamiento. Estos tratamientos, adaptados a los genes del paciente, podrían revolucionar el tratamiento de enfermedades crónicas y raras.

Según el IFI la innovación farmacéutica es el motor que impulsa a nuestra industria a avanzar en el camino hacia descubrimientos científicos que pueden salvar o mejorar la vida de las personas en Ecuador y todo el mundo.

La industria farmacéutica en 2025 se encuentra en un punto de cambio importante. La IA y la edición genética están acelerando el desarrollo de medicamentos. Las terapias celulares están convirtiéndose en tratamientos estándar. Las herramientas digitales están haciendo que la atención médica sea más conectada.

Estos cambios afectan a todos. Los pacientes recibirán tratamientos diseñados para sus necesidades específicas. Los profesionales de la salud usarán herramientas inteligentes para brindar una mejor atención. Los científicos colaborarán con la IA para encontrar nuevas curas más rápido. El camino por seguir está claro. Las empresas necesitan invertir en habilidades digitales y nuevas tecnologías. Deben prepararse para normativas más estrictas sobre datos de pacientes y seguridad de medicamentos. Ser ecológico ya no es un lujo, sino una necesidad.⁵⁹

A pesar de los numerosos beneficios, la transformación digital presenta desafíos significativos, como la necesidad de garantizar la ciberseguridad, proteger la privacidad de los datos y proporcionar formación adecuada a los profesionales de la salud para utilizar estas nuevas tecnologías de manera efectiva. Las empresas deben desarrollar estrategias sólidas para implementar estas tecnologías, maximizando su impacto positivo y asegurando que se aprovechen al máximo las oportunidades que ofrecen.⁶⁰

Posición Competitiva de la Empresa

CARVAGU S.A. participa activamente en el sector farmacéutico, a través de la elaboración y comercialización de productos naturales y medicinales.

Entre las ventajas comparativas que demuestra la compañía frente a su competencia, se puede señalar que presenta un portafolio de productos de marcas reconocidas a nivel nacional, así como una adecuada capacidad de negociación, además de un direccionamiento estratégico, lo que le permite mantener un adecuado posicionamiento dentro del mercado en el cual se desenvuelve. Cabe mencionar, que la empresa se encuentra dentro de la categoría CIU C2100.01.

⁵⁹ <https://www.laboratoriosrubio.com/tendencias-farmaceuticas-2025/>

⁶⁰ <https://blog.bismart.com/tendencias-industria-farmaceutica>

Entre los principales productos que comercializa CARVAGU S.A. se encuentran Gel analgésico Garden, Ecuamiel, Inmunolive y Triple C, los cuales se posicionan dentro de los tres primeros lugares frente a su competencia. Esto se explica por la alta calidad y valor agregado que tienen los productos elaborados por la compañía, lo cual le permite obtener una mayor rentabilidad en su producción, compitiendo con otros productos de marca de similares aplicaciones.

En cuanto a comercialización de los productos cosméticos que realiza la compañía, se debe destacar que una gran parte se realiza a través de venta directa, sin embargo, cabe señalar la existencia de grandes cadenas de supermercados del país donde tiene una notable presencia.

El sector en el cual se desenvuelve la compañía determina un número importante de competidores, registrando en la actualidad el primer lugar de ventas en la categoría Medicina Natural en Ecuador S.A., además posee un gran número de locales comerciales, mayor accesibilidad a los créditos otorgados a los clientes y puede realizar ventas online.

La empresa tiene estructura suficiente para evaluar los escenarios de cambio y por lo tanto actuar en concordancia con los mismos, según la administración de la compañía, el emisor tiene la capacidad de llegar a determinar al máximo el nuevo escenario. En lo que respecta a normativa legal la empresa está constantemente adaptándose a las leyes y normas que regulan su actividad.

Finalmente, y por considerarse una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de CARVAGU S.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo con su origen:

CUADRO 14: FODA

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none"> Personal consciente y comprometido. Personal capacitado en su actividad. Reconocimiento de la marca. Custodia de la mercadería y circuito de monitoreo video grabado. Alta dirección comprometida con el SG. Cumplimiento de requisitos legales. Estrategias Comerciales con asociados de negocio. Certificación BASC. Confianza de actuales y nuevos Clientes por la actual Certificación BASC. 	<ul style="list-style-type: none"> Costos altos en los procesos productivos. Costos altos en el sistema de distribución y exportación. Auditorías a Asociados de negocios. Retraso en el abastecimiento de inventario de empaque. Posición geográfica de la planta de fabricación.
Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> Demanda de diversificación de productos suplementos en el mercado internacional. Facilidades de préstamos por entidades financieras a las empresas Aperturas de mercados internacionales. Reactivación económica de los países por mejora en la situación pandémica. Nuevas alianzas estratégicas con Asociados de Negocios. 	<ul style="list-style-type: none"> Regulaciones más estrictas. Narcotráfico-Contaminación de la carga. Mayores requisitos legales. Competencia desleal. Delincuencia organizada. Desabastecimiento de Contenedores. Hackeo de la información. Retrasos de pagos de clientes. Incremento de la inseguridad del país. Disminución de la demanda.

Fuente/Elaboración: CARVAGU S.A.

Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos de una compañía se vean afectados al encontrarse expuesta a ciertos aspectos o factores de riesgo asociados con su recurso humano, competencias técnicas, procesos, la tecnología que utiliza, sucesos naturales, el manejo de la información, entre otros.

Entre los principales riesgos a los que está expuesta la compañía de acuerdo con la actividad que desempeña, se encuentra la posibilidad de que se presenten incendios y otros accidentes propios de trabajo, para lo cual la compañía con la finalidad de mitigar este riesgo creó un departamento de seguridad industrial, que se encarga

de monitorear a diario el funcionamiento de maquinarias. Es oportuno indicar que CARVAGU S.A. mantiene asegurados tanto sus laboratorios como las instalaciones correspondientes a las bodegas y plantas procesadoras de materia prima, y materia prima. Para esto CARVAGU S.A. mantiene contratadas pólizas de seguros con vigencia hasta mayo de 2025.

Otro hecho que podría suscitarse en la compañía es el deterioro de sus productos, que se podría dar como resultado de no producir con alta calidad esto en perjuicio al consumidor, lo que sin duda implicaría una pérdida de credibilidad en la marca y, por lo tanto, reducción en el nivel de ventas. Para disminuir este riesgo, CARVAGU S.A. trabaja bajo estándares BPM e incluso mantiene un departamento de control de calidad, que se encarga de revisar y estudiar la materia prima antes de procesarla y estudiar por muestreo los productos que salen de cada lote, documentando cada una de estas revisiones, las mismas que se realizan por técnicos en el área que cuentan con la experiencia de haber trabajado en laboratorios de renombre internacional.

En cuanto a posibles riesgos en lo que concierne a la provisión de materia prima, CARVAGU S.A. no registra inconvenientes, pues dado que la mayor cantidad de materia prima es de índole natural, se produce en un 60% por la compañía misma, no obstante, en los últimos años su demanda ha sido cada vez mayor como resultado del lanzamiento de nuevos productos, lo cual obligó a la compañía a suscribir acuerdos con ciertos proveedores. En sí, al tratarse de este tipo de materia prima natural, no existirían problemas en lo que respecta a su adquisición, pues sería posible para la compañía proveerse de ellos en cualquier territorio local o extranjero, siendo poco probable su extinción. Asimismo, en caso de déficit de los productos que se cosechan en el país, el riesgo también se mitigaría, pues la compañía pasaría a producirlos en sus propios terrenos. Adicionalmente se debe mencionar que existen acuerdos comerciales con proveedores de materia prima a largo plazo.

Otro factor preponderante es la innovación de los productos comercializados, puesto que los avances en temas farmacéuticos se dan a diario, por lo que uno de los puntos importantes para la continuidad del negocio es mantenerse a la vanguardia, ofertando productos que satisfagan los gustos y necesidades de los clientes en cada momento.

Por otro lado, está el riesgo que podría ocasionarse por la entrega de crédito por parte de la compañía; no obstante, este riesgo es mitigado, dado que CARVAGU S.A. mantiene políticas de otorgamiento de créditos.

Resulta importante señalar que respecto al manejo de información, sus respaldos y resguardos, la compañía como acción preventiva y mitigante ante posibles hechos que conlleven la pérdida de información, a través de su departamento de sistemas, realiza respaldos de todos sus servidores, adicionalmente, como política informática posee entre sus contingencias, dar protección a los recursos informáticos vitales de la empresa, como son los equipos, software de la compañía, bases de datos y la infraestructura tecnológica con el fin de garantizar la integridad y confidencialidad de la información.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a CARVAGU S.A. se realizó en base a los Estados de Situación Financiera auditados bajo NIIF de los años 2021, 2022 y 2023, y Estados de Situación Financiera internos no auditados, al 31 de diciembre de 2024.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Durante el periodo analizado, los ingresos de CARVAGU S.A., experimentaron una tendencia fluctuante pasando de USD 15,06 millones en diciembre de 2021, USD 14,30 millones al cierre de 2022, USD 13,47 millones en el año 2023 y USD 13,95 millones en diciembre de 2024.

Entre los factores que afectaron el comportamiento de los ingresos se tiene que: Durante los años 2021 y 2022 debido a la vacunación masiva disminuyeron los ingresos de la compañía, por lo tanto, los productos que tuvieron un auge en el año 2020 empezaron a disminuir su volumen de comercialización, pues los efectos por COVID bajaron, sus clientes quedaron sobrestockeados por lo cual disminuyeron los pedidos y posteriormente su

facturación fue afectada por las devoluciones que se comenzaron a recibir, además, la contracción económica que sufrió el país debido al paro del mes junio 2022, afectó no solo al sector donde se desenvuelve la compañía sino a nivel general. Finalmente, para el año 2023 la situación política, económica y la inseguridad afectó las ventas de la compañía ya que muchos de sus clientes de cobertura comenzaron a cerrar sus negocios por las vacunas, además, los clientes Vip no cumplieron con los acuerdos comerciales ya que ellos también se vieron afectados por la baja en sus ventas.

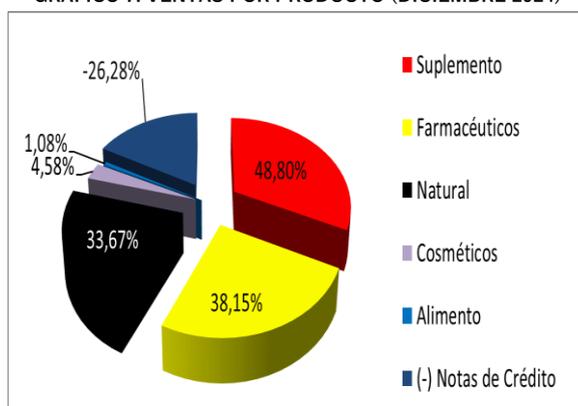
Para diciembre de 2024, lo ingresos crecieron en 3,52% con respecto a diciembre de 2023, arrojando una suma de USD 13,95 millones. La compañía registra pedidos en firme por aproximadamente USD 4,00 millones para exportar en los próximos meses, por lo que la administración espera un crecimiento continuo en el rubro de exportaciones. Adicionalmente, se evidencia un aumento en la línea de negocios de suplementos.

Actualmente, CARVAGU S.A., se está enfocando en las ventas al exterior por lo cual está realizando una mayor inversión en potenciar las marcas NATURES GARDEN en los países Centroamericanos como Guatemala, El Salvador, Costa Rica, Panamá, Honduras, Bolivia, Paraguay y EEUU, de acuerdo a lo indicado por la Administración.

La empresa cerró al 31 de diciembre de 2024 con un 21,63% en ventas al exterior, mientras que las ventas locales se ubicaron en un 77,11% de las ventas totales y ventas por prestación de servicios representaron el 1,26%.

La línea de productos que lidera las ventas de la compañía es suplementos, que a diciembre de 2024 significó el 48,80% del total de ventas, le siguen las líneas de farmacéuticos y natural con el 38,15% y 33,67%, respectivamente, dentro de las principales. Sus principales canales de venta o distribución son los autoservicios, distribuidores, mayoristas, ventas en línea, tiendas naturistas y exportación.

GRÁFICO 7: VENTAS POR PRODUCTO (DICIEMBRE 2024)



Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

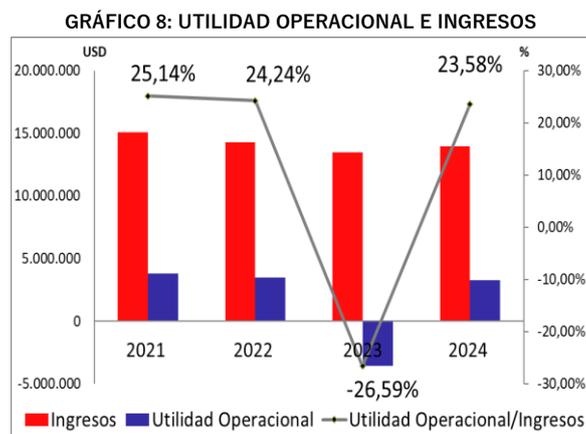
El costo de ventas, que en su composición estuvo conformado principalmente por costos de suministros, materiales y repuestos, entre otros, presentó un comportamiento fluctuante en cuanto a su peso dentro de los ingresos ordinarios, pues pasó de significar el 30,12% en 2021 al 31,76% en diciembre de 2022. Para diciembre de 2023, la participación del costo de ventas sobre los ingresos sube a un inusual 79,78% debido al incremento en el costo indirecto de fabricación derivado del mantenimiento de las maquinarias de producción, que se realiza cada 5 años. Para diciembre de 2024, la participación del costo de ventas se redujo nuevamente al 30,25%. Estos resultados impactaron el margen bruto, que disminuyó del 69,88% en diciembre de 2021 al 68,24% en 2022, sufrió una caída significativa al 20,22% en 2023 y posteriormente se recuperó hasta alcanzar el 69,75% en 2024.

Por su parte, los gastos operacionales, que estuvieron compuestos de sueldos y beneficios sociales, honorarios profesionales, publicidad, y otros gastos, pasaron del 44,73% de los ingresos en 2021 a 44,00% en diciembre de 2022, 46,81% en el año 2023 y 46,17% en diciembre de 2024.

Los ingresos ordinarios permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales hasta el año 2022, generando un margen operativo positivo, que significó el 25,14% en 2021 y un 24,24% en 2022, en este

último corte, la utilidad operacional registra una contracción del 8,48% en términos nominales, tendencia atada al comportamiento en sus ventas.

Para diciembre de 2023 la compañía registró una pérdida operacional que significó el 26,59% de los ingresos, debido al incremento significativo que sufrieron sus costos de ventas (+136,67%). No obstante, al 31 de diciembre de 2024 el margen operativo se recupera, arrojando cifras positivas (23,58% de los ingresos), como efecto de un mejor control de sus costos de ventas.



Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros, con una tendencia creciente, pasaron de representar el 12,08% de los ingresos ordinarios en 2021 a un 14,44% en 2022, 15,79% en 2023 y un 20,64% en 2024, comportamiento que está atado al desempeño de sus obligaciones con costo.

Tras deducir los gastos financieros, otros ingresos y egresos netos, la participación de trabajadores y el impuesto a la renta, la compañía presentó una utilidad neta con un comportamiento variable a lo largo del período analizado. En diciembre de 2021, esta representó el 7,98 % de los ingresos, mientras que al cierre de 2022 disminuyó al 4,07 %. Posteriormente, en diciembre de 2023, alcanzó el 15,44 %, impulsada por otros ingresos no operacionales de USD 15,03 millones provenientes de la venta de propiedades de inversión⁶¹. Sin embargo, para diciembre de 2024, la utilidad neta al cierre del ejercicio se redujo a 2,76 % de los ingresos.

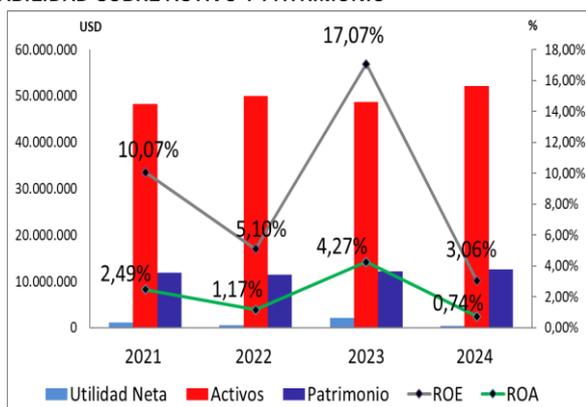
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) fueron positivos, no obstante, presentaron un comportamiento fluctuante durante el periodo sujeto a análisis, conducta ligada a los movimientos en la utilidad del ejercicio. Lo anterior ratifica que los activos generaron rentabilidad por sí solos y que los accionistas percibieron rentabilidad sobre su inversión.

⁶¹ Con fecha 02 de febrero de 2023 se realizó la venta de terrenos y edificios entre CARVAGU S.A. y HOMECENTERS ECUATORIANOS S.A.S. por un monto de USD 15,03 millones, dicha venta fue aprobada previamente por la Junta de Accionistas realizada el 30 de septiembre de 2022.

CUADRO 15 / GRÁFICO 9: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2021	2022	2023	2024
ROA	2,49%	1,17%	4,27%	0,74%
ROE	10,07%	5,10%	17,07%	3,06%

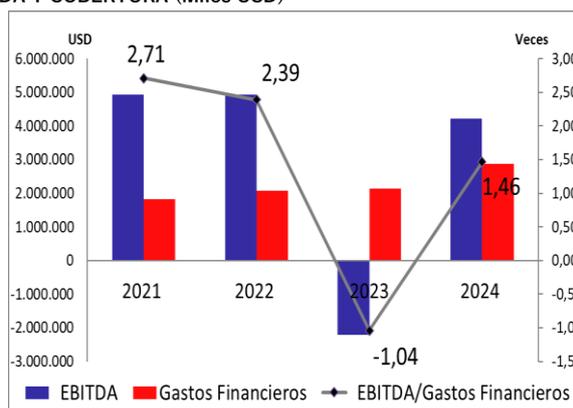


Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Durante el periodo analizado el EBITDA (acumulado) tuvo un comportamiento fluctuante en su representación sobre los ingresos; sin embargo, la cobertura brindada a los gastos financieros fue suficiente, siempre mayor a 1 (excepto en el año 2023 cuando el EBITDA (acumulado) fue negativo). Al 31 de diciembre de 2024 el EBITDA (acumulado) significó el 30,21% de los ingresos y su cobertura sobre los gastos financieros fue de 1,46 veces.

CUADRO 16, GRÁFICO 10: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Ítem	2021	2022	2023	2024
EBITDA	4.928	4.935	-2.211	4.213
Gastos Financieros	1.819	2.066	2.128	2.878
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	2,71	2,39	-1,04	1,46



Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

Los activos mostraron un comportamiento variable en el periodo analizado, crecieron de USD 48,29 millones en el año 2021 a USD 49,93 millones en diciembre de 2022, lo que estuvo determinado por el incremento en sus inventarios. Mientras que para el año 2023, los activos totales decaen a USD 48,69 millones, debido a la disminución de propiedades de inversión. Para diciembre de 2024, los activos vuelven a crecer hasta registrar USD 52,08 millones como efecto del aumento en otras cuentas por cobrar, cuentas por cobrar clientes e inventarios, principalmente. Es relevante mencionar que, el 50% de la materia prima que utiliza la compañía es importada, por lo tanto, CARVAGU S.A. decidió abastecerse de la misma en caso de una posible alza en los precios internacionales o problemas logísticos como lo que sucedió con la crisis de los contenedores.

Al analizar la estructura de los activos se denotó que históricamente los activos corrientes fueron los que prevalecieron, es así como pasaron de 75,02% de los activos totales en el año 2022 a 78,66% en diciembre de 2023 y 80,99% en diciembre de 2024. Para este último corte estuvieron representados mayormente por inventarios con el 47,11% del total de activos (48,70% en diciembre de 2023), seguido por cuentas por cobrar clientes con el 10,97% (8,63% en diciembre de 2023), cuentas por cobrar a relacionadas⁶² con el 10,84% (16,18% a diciembre de 2023), otras cuentas por cobrar⁶³ con 5,22% (0,31% en diciembre de 2023), efectivo y

⁶² Entre las principales compañías relacionadas se encuentran Frabba S.A., Import y Export World Live S.A., Inmobiliaria del Río S.A. INMORIO entre otras.

⁶³ Incluye contrato de préstamo comercial a dos años plazo.

equivalentes de efectivo con un 3,87% (2,63% a diciembre de 2023) y anticipo a proveedores con 2,28% (1,62% en diciembre de 2023), mismos que corresponden en su mayoría a anticipo por importaciones de materia prima, además de anticipo a proveedores locales para la transformación de materia prima utilizados en el proceso productivo de CARVAGU S.A., como efecto de la planificación de pedidos del año 2025.

Se debe indicar que, las provisiones para cuentas incobrables disminuyeron en un 90,04% entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023, pues para este último año la compañía castigó cartera comercial (saldos incobrables del año 2019 al 2020), utilizando la provisión que venía acumulando con el objetivo de limpiar y depurar la cartera (recomendación realizada por la firma auditora externa). Para diciembre de 2024 la provisión para incobrables se ubicó en USD 41.524,43.

Los activos no corrientes representaron el 24,98% de los activos totales en diciembre de 2022, mientras que en diciembre de 2023 lo hicieron en un 21,34% y un 19,01% en diciembre de 2024, siendo sus cuentas más relevantes para este último periodo, propiedad, y equipo, (conformada en su gran mayoría por edificios, instalaciones, maquinaria y equipos y construcciones en curso) con el 9,14% de los activos (9,52% en el año 2023), le sigue la cuenta propiedades de inversión que corresponde a terrenos ubicados en Mucho Lote y Chongón, con el 4,79% (5,13% en el año 2023⁶⁴), y, activos intangibles y diferidos con el 2,23% (2,39% en 2023).

Pasivos

Los pasivos pasaron de financiar el 77,14% de los activos en el 2022, un 74,97% en diciembre de 2023 y 75,87% en diciembre de 2024, en donde su cuenta más relevante fue la deuda financiera, que para este último periodo fondeó el 51,71% de los activos (49,30% en diciembre de 2023).

En cuanto a su estructura, se evidencia que los pasivos de tipo no corriente tuvieron mayor peso en el financiamiento de los activos, fondeando el 35,84% en diciembre de 2023 y el 40,82% en diciembre de 2024; la cuenta más representativa en este último corte es cuentas por pagar relacionadas de largo plazo con el 15,90% de los activos (17,01% en diciembre de 2023⁶⁵), le sigue préstamos con instituciones financieras con el 11,88% (10,22% en diciembre 2023) y obligaciones en el Mercado de Valores con el 8,42% de los activos (5,65% en diciembre 2023), entre los principales rubros.

Los pasivos corrientes por su parte financiaron el 39,13% de los activos en diciembre de 2023 y el 35,05% en diciembre de 2024; en este último corte, obligaciones bancarias de corto plazo constituyen la cuenta contable más representativa, financiando el 18,70% de los activos totales (22,34% en diciembre de 2023⁶⁶), le siguen obligaciones con el mercado de valores con el 8,86% (9,04% en diciembre de 2023) y pasivos por arrendamiento que significó el 2,33% (3,55% en diciembre de 2023⁶⁷).

La deuda financiera de la Compañía estuvo conformada por obligaciones adquiridas con Instituciones Financieras, Mercado de Valores y, desde el año 2023, otras cuentas por pagar, donde constan créditos concedidos por terceros. Al 31 de diciembre de 2024 ascendió a USD 26,93 millones y permitió el financiamiento del 51,71% de los activos (USD 24,00 y 49,30% de los activos en diciembre de 2023).

Se debe indicar que a diciembre de 2024 la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio fue de 68,16% y 214,26%, respectivamente.

Patrimonio

El patrimonio registró un financiamiento relativamente estable sobre los activos, manteniéndose dentro de un rango del 20%, es así que pasaron de financiar un 22,86% en diciembre de 2022, a un 25,03% en diciembre de

⁶⁴ La cuenta Propiedades de Inversión disminuye en 66,02% entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023, debido a la venta de los solares en febrero de 2023 a HOMECENTER.

⁶⁵ Según informe de auditoría externa al 31 de diciembre de 2023, estos saldos corresponden principalmente a valores por pagar a largo plazo al Sr. Calor Valarezo Guzmán – Presidente, por el concepto de la venta de la marca HEPALIVE a Grupofarma del Ecuador S.A por un total de USD 7.797.934.

⁶⁶ Según informe de auditoría externa al 31 de diciembre de 2023, estos préstamos están garantizados con propiedades del presidente de la Compañía, planta productora y el Centro de Distribución Nacional.

⁶⁷ Entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023, pasivos por arrendamiento se incrementó de manera significativa debido a la aplicación de la NIIF 16 (reconocimiento del activo por contrato celebrado en enero 2023 por arriendo de las oficinas administrativas por 6 años).

2023 y un 24,13% en diciembre de 2024, determinando que las cuentas que primaron dentro del financiamiento de los activos para este último periodo fueron las ganancias acumuladas con el 17,08% de los activos (14,00% en diciembre de 2023), de lejos le sigue el capital social con 4,03% (4,31% en diciembre de 2023), reservas con el 2,28% (2,44% en diciembre de 2023) y la utilidad del ejercicio con el 0,74% (4,27% en diciembre de 2023).

Se debe indicar que el capital social no mostró ninguna variación en términos monetarios, durante el periodo analizado (USD 2,10 millones).

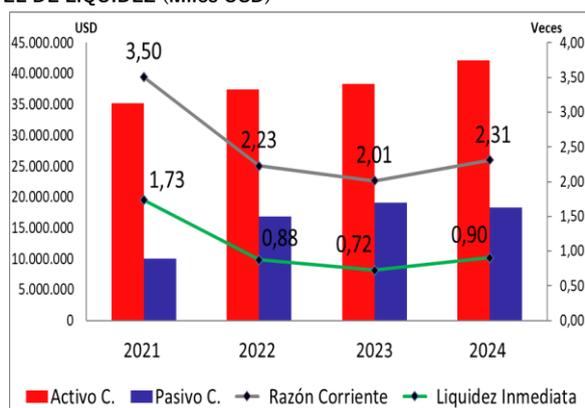
Adicionalmente, del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público, proveedores u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo. Finalmente, la Junta General tendrá las atribuciones que le confiere la Ley de compañías, especialmente en todo lo relacionado al reparto de las utilidades, reservas, derechos y obligaciones de los accionistas.

Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de CARVAGU S.A., se posicionaron en niveles superiores a 2 veces, lo que demuestra la capacidad de la Compañía para cubrir sus compromisos de corto plazo con sus activos del mismo tipo. Esto derivó además en un capital de trabajo positivo que significó el 45,94% de los activos en diciembre de 2024 (39,53% en diciembre 2023).

CUADRO 17, GRÁFICO 11: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2021	2022	2023	2024
Activo Corriente	35.246	37.456	38.299	42.181
Pasivo Corriente	10.060	16.826	19.053	18.254
Razón Circulante (veces)	3,50	2,23	2,01	2,31
Liquidez Inmediata (veces)	1,73	0,88	0,72	0,90



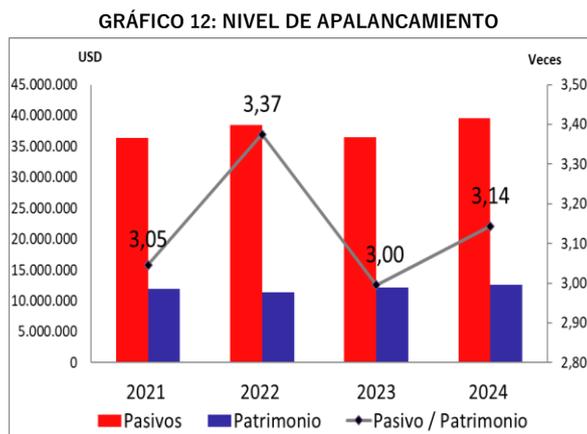
Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

Conforme revelan los indicadores de eficiencia, el crédito que la compañía recibe de sus proveedores no es suficiente para financiar el crédito que otorga a sus clientes, pues existe un desfase de aproximadamente 248 días en diciembre de 2024 (299 días en diciembre de 2023). Por otro lado, al considerar los días de inventario, el desfase crece a aproximadamente a 2.371 días en 2024 (1.104 días en diciembre de 2023), periodo para el cual la empresa utiliza fuentes de financiamiento diferentes a proveedores.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo sobre 2 veces a lo largo del periodo analizado, lo que evidencia que la compañía privilegia el financiamiento de su operación con recursos de terceros. En diciembre de 2024, esta relación se ubicó en 3,14 veces (3,00 veces en diciembre de 2023).



Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

El indicador que relaciona el pasivo total sobre el EBITDA (anualizado), demostró que la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones en 9,38 años en diciembre de 2024. Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado), refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 6,39 años a diciembre de 2024.

Contingentes

Al 31 de diciembre de 2024, CARVAGU S.A. mantiene varias obligaciones como codeudor en el sistema financiero, cuyo monto en total representa el 9,63% de sus activos.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁶⁸

Hasta el 06 de noviembre de 2024, la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros autorizó 32 Emisiones de Obligaciones de Largo Plazo de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 10 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Quito y los 22 procesos restantes en la Bolsa de Valores de Guayaquil, mismas que registraron un monto total autorizado de USD 356,00 millones, valor que representó el 44,56% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 798,88 millones, entre titularizaciones, papeles comerciales y emisiones de obligaciones de largo plazo). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 45,71%, mientras que las titularizaciones representaron el 9,73%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

⁶⁸ <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2021	2022	2023	2024
ACTIVO				
Efectivo y equivalentes de efectivo	3.376.716	1.662.443	1.279.309	2.016.076
Cuentas por cobrar, Clientes y Relacionados	13.538.453	12.918.160	12.081.275	11.360.699
Provisión cuentas incobrables	(270.179)	(278.566)	(27.751)	(41.524)
Inventarios	17.658.096	22.237.679	23.711.650	24.534.987
Otros Activos Corrientes	942.841	916.473	1.254.822	4.310.924
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	35.245.927	37.456.189	38.299.305	42.181.161
Propiedad, planta y equipo neto	4.376.350	4.453.103	4.636.660	4.762.733
Otros Activos No Corrientes	8.671.816	8.017.702	5.752.475	5.140.318
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	13.048.166	12.470.805	10.389.135	9.903.050
TOTAL ACTIVOS	48.294.093	49.926.994	48.688.440	52.084.212
PASIVOS				
Préstamos Instituciones financieras	5.887.181	10.511.223	10.877.605	9.741.959
Obligaciones Mercado de Valores	-	4.250.000	4.399.940	4.616.481
Proveedores locales y del exterior	706.846	494.584	804.897	553.500
Otros Pasivos Corrientes	3.466.422	1.570.253	2.970.420	3.342.520
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	10.060.449	16.826.060	19.052.862	18.254.459
Préstamos Instituciones financieras	9.597.841	7.174.575	4.974.725	6.187.470
Cuentas por pagar relacionada LP	8.624.428	8.280.347	8.280.347	8.280.347
Otros Pasivos No Corrientes	8.075.855	6.233.063	4.195.048	6.792.019
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	26.298.124	21.687.985	17.450.120	21.259.836
Deuda Financiera	23.085.022	27.685.798	24.002.330	26.931.884
Deuda Financiera C/P	5.887.181	14.761.223	15.277.545	14.358.439
Deuda Financiera L/P	17.197.841	12.924.575	8.724.785	12.573.445
TOTAL PASIVOS	36.358.573	38.514.045	36.502.982	39.514.294
PATRIMONIO				
Capital Social	2.100.000	2.100.000	2.100.000	2.100.000
Reservas	1.006.005	1.130.311	1.188.537	1.188.538
Ganancias y Pérdidas acumuladas	7.627.249	7.600.374	6.816.686	8.896.920
Utilidad/Pérdida neta del ejercicio	1.202.266	582.264	2.080.235	384.460
TOTAL PATRIMONIO	11.935.520	11.412.949	12.185.458	12.569.917

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2021	2022	2023	2024
Ventas	15.063.756	14.301.228	13.473.584	13.948.376
Costo de ventas	4.537.919	4.542.094	10.749.770	4.219.796
MARGEN BRUTO	10.525.837	9.759.134	2.723.814	9.728.580
Total Gastos Operacionales	6.738.604	6.292.985	6.306.430	6.439.909
UTILIDAD OPERACIONAL	3.787.233	3.466.149	(3.582.616)	3.288.672
Gastos Financieros	1.819.398	2.065.677	2.128.092	2.878.368
Otros ingresos / egresos netos	(193.617)	(256.937)	6.650.057	(25.844)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	1.774.218	1.143.535	939.349	384.460
15% participación de trabajadores	(266.133)	0	0	0
Impuesto a la Renta	(305.819)	(561.271)	1.140.886	0
UTILIDAD/PERDIDA NETA DEL EJERCICIO	1.202.266	582.264	2.080.235	384.460

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2021	2022	2023	2024
Gastos Operacionales / Ingresos	44,73%	44,00%	46,81%	46,17%
Utilidad Operacional / Ingresos	25,14%	24,24%	-26,59%	23,58%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	7,98%	4,07%	15,44%	2,76%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	315,01%	595,29%	-172,22%	855,40%
Utilidad / capital permanente	5,92%	3,60%	17,32%	2,42%
Utilidad Operativa / capital permanente	18,65%	21,46%	-29,82%	20,73%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	-16,10%	-44,13%	319,68%	-6,72%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	151,33%	354,77%	102,30%	748,68%
Rentabilidad				
Rentabilidad sobre Patrimonio	10,07%	5,10%	17,07%	3,06%
Rentabilidad sobre Activos	2,49%	1,17%	4,27%	0,74%
Utilidad operacional / activos operacionales	12,56%	10,56%	-10,60%	8,89%
Resultados operativos medidos / activos totales	7,84%	6,94%	-7,36%	6,31%
Liquidez				
Razón Corriente	3,50	2,23	2,01	2,31
Liquidez Inmediata	1,73	0,88	0,72	0,90
Capital de Trabajo	25.185.478	20.630.129	19.246.443	23.926.702
Capital de Trabajo / Activos Totales	52,15%	41,32%	39,53%	45,94%
Cobertura				
EBITDA	4.927.728	4.935.383	-2.211.293	4.213.412
EBITDA anualizado	4.927.728	4.935.383	-2.211.293	4.213.412
Ingresos	15.063.756	14.301.228	13.473.584	13.948.376
Gastos Financieros	1.819.398	2.065.677	2.128.092	2.878.368
EBITDA / Ingresos	32,71%	34,51%	-16,41%	30,21%
EBITDA/Gastos Financieros	2,71	2,39	-1,04	1,46
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,16	0,13	-0,15	0,12
EBITDA / Deuda total	0,21	0,18	-0,09	0,16
Flujo libre de caja / deuda total	0,03	-0,47	-0,91	-0,66
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	27,63	7,33	-2,11	0,00
Gastos de Capital / Depreciación	0,16	0,64	1,02	0,00
Solvencia				
Pasivo Total / Patrimonio	3,05	3,37	3,00	3,14
Activo Total / Capital Social	23,00	23,77	23,18	24,80
Pasivo Total / Capital Social	17,31	18,34	17,38	18,82
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	4,68	5,61	-10,85	6,39
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	7,38	7,80	-16,51	9,38
Deuda Financiera / Pasivo	63,49%	71,88%	65,75%	68,16%
Deuda Financiera / Patrimonio	193,41%	242,58%	196,98%	214,26%
Pasivo Total / Activo Total	75,29%	77,14%	74,97%	75,87%
Capital Social / Activo Total	4,35%	4,21%	4,31%	4,03%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	25,50%	53,32%	63,65%	53,31%
Solidez				
Patrimonio Total / Activo Total	24,71%	22,86%	25,03%	24,13%
Eficiencia				
Período de Cobros (días)	321	323	327	296
Duración de Existencias (días)	1.420	1.787	805	2.122
Plazo de Proveedores	57	40	27	48

Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating