

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

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 159/2023 del 18 de julio de 2023

Información Financiera cortada al 31 de mayo de 2023

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. Mantienen 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. 159/2023 del 18 de julio de 2023 decidió otorgar la calificación de **“AA+” (Doble A más)** a la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A. por un monto de cinco millones de dólares (USD 5'000.000,00).

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

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 a 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 períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

La calificación otorgada a la Tercera 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, tecnología, Infraestructura y personal altamente calificado.
- Los productos elaborados en los laboratorios de CARVAGU S.A., se comercializan en el mercado nacional, no obstante, se prevé un futuro positivo en el exterior, es por esto que la compañía apostó a un mayor crecimiento en ventas del exterior, esperando cerrar con un 25% de ventas al exterior para el año 2023.
- CARVAGU S.A. posee un laboratorio dotado de tecnología del más alto nivel, que en base a los lineamientos de BPM (Buenas Prácticas de Manufactura), y altos estándares de calidad a lo largo de los procesos de

producción en él realizados, además cuenta con tres plantas industriales (una en vía a la Costa (línea farmacéutica-natural) en Pascuales (línea cosmética) y en Chongon (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.
- Entre los años 2022 y 2021, los ingresos disminuyeron en 5,06%, pasando de USD 15,06 millones en diciembre de 2021 y USD 14,30 millones al cierre de 2022, debido a la vacunación masiva contra el Covid-19, por lo tanto, los productos de la compañía que tuvieron un auge en el año 2020 empezaron a disminuir su volumen de comercialización. Para mayo de 2023, los ingresos de la empresa experimentaron un crecimiento significativo (+ 241,52%) frente a su similar de 2022, alcanzando un total de USD 20,94 millones (USD 6,13 millones en mayo de 2022), lo que obedece a la venta de propiedades de Inversión por USD 15,03 millones.
- Los ingresos ordinarios permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales, generando un margen operativo positivo, que significó el 25,14% de los ingresos en 2021 y un 24,24% en 2022. Para los periodos interanuales el margen operativo creció de manera significativa pasando de representar un 18,07% de los ingresos en mayo de 2022 a un 70,43% de los ingresos en mayo de 2023, como efecto del registro de un ingreso atípico generado por la venta de propiedades de Inversión por USD 15,03 millones.
- Luego de deducir los rubros de gastos financieros, otros ingresos/egresos netos, la participación de trabajadores y el impuesto a la renta, la compañía generó una utilidad neta variable, pues luego de significar el 7,85% de los ingresos en 2020 pasó a 7,98% para diciembre de 2021 y 4,07% al cierre de 2022. Para mayo de 2023, la utilidad al final del periodo creció frente a su similar de 2022, puesto que pasó de representar el 3,56% de los ingresos a un interesante 48,28%, gracias al registro de mayores ingresos derivados de la venta de unas propiedades de inversión.
- Durante el periodo analizado el EBITDA (acumulado) tuvo un comportamiento fluctuante en su representación sobre los ingresos, significando el 32,71% de los ingresos en el año 2021, 34,51% en 2022 y un 71,85% en mayo de 2023, lo que reflejó la capacidad de generar flujo propio por parte de la compañía, permitiéndole además cubrir de manera adecuada sus gastos financieros.
- Los activos mostraron una tendencia creciente, pasando de USD 48,29 millones en diciembre de 2021 a USD 49,93 millones en el año 2022 y USD 56,11 millones en mayo de 2023, como efecto del aumento en sus inventarios. 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 31 de mayo de 2023, la cartera por vencer representó el 40,14% del total de la cartera (42,38% a diciembre de 2022), mientras que la cartera vencida representó el 59,86% (57,62% en diciembre de 2022). Dentro de la cartera vencida se observó concentración en dos rangos de tiempo específicos. El 38,13% correspondió al rango de más de 90 días (39,25% a diciembre de 2022) y el 12,84% en el rango de 1 a 30 días (6,19% a diciembre de 2022). Los resultados mencionados anteriormente, eventualmente podrían incurrir en un posible riesgo de incobrabilidad y posibles pérdidas para la compañía en caso de que la cartera tenga un mayor deterioro.
- Los pasivos pasaron de financiar el 75,29% de los activos en el 2021, a 77,14% en 2022 y 63,98% en mayo de 2023, en donde su cuenta más relevante fue la deuda con costo, que para este último periodo financió el 41,18% de los activos (55,45% en diciembre de 2022) y estuvo conformada por obligaciones adquiridas con el Sistema Financiero y el Mercado de Valores.
- El patrimonio financió un 22,86% de los activos en diciembre de 2022 y un 36,02% en mayo de 2023, determinando que las cuentas que primaron dentro del financiamiento de los activos para este último periodo fueron la utilidad del ejercicio, con el 18,02% de los activos y ganancias acumuladas con el 12,15%.
- El capital social no mostró ninguna variación en términos monetarios, durante el periodo analizado (USD 2,10 millones), y financió el 3,74% de los activos en mayo de 2023 (4,21% en diciembre de 2022).
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo sobre la unidad a lo largo de los ejercicios económicos analizados lo que evidencia que la compañía privilegia el financiamiento de su operación con recursos de terceros.
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de CARVAGU S.A., se posicionaron en niveles adecuados durante los periodos analizados, ubicándose por encima de la unidad, lo que demuestra la paridad que existe entre los activos a corto plazo con los pasivos del mismo tipo.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 15 de junio de 2023, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía CARVAGU S.A., en donde se resolvió por unanimidad autorizar la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A., por un monto de hasta USD 5'000.000,00.
- Con fecha 17 de julio de 2023, mediante escritura pública, CARVAGU S.A en calidad de Emisor, conjuntamente con AVALCONSULTING CIA. LTDA., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Tercera 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.
- CARVAGU S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.
- CARVAGU S.A. entregará al representante de obligacionistas los recursos equivalentes al 25% de una cuota de capital e intereses a fin de que estos recursos sean aportados a un FONDO DE INVERSIÓN administrado por alguna de las Administradoras de Fondos de Inversión del país.
- Con fecha 31 de mayo de 2023, el emisor presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 31,86 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 25,49 millones. Dicho valor genera una cobertura de 5,10 veces sobre el saldo de capital de la emisión, determinando de esta manera que la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, 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, incluyendo el petróleo.

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 previsibles 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 Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo son los activos libres de gravamen consistentes en efectivo y equivalentes de efectivo, documentos y cuentas por cobrar no relacionadas locales, documentos y cuentas por cobrar no relacionados exterior, e inventarios, por lo que los riesgos ligados a estos activos podrían ser:

- Un riesgo que podría mermar la calidad de documentos y cuentas por cobrar no relacionadas locales, documentos y cuentas por cobrar no relacionados exterior que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir con los compromisos adquiridos con la compañía.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad y podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la emisión.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración; sin embargo, de lo cual, la compañía mantiene una adecuada dispersión de sus ingresos, mitigando de esta manera el mencionado riesgo.
- 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 una póliza de seguros.
- Los inventarios de la compañía podrían verse afectados por un posible desabastecimiento de los proveedores.
- 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.
- El efectivo y equivalentes de efectivo que respalda la emisión tiene el riesgo de que, si la empresa deja de operar normalmente, la empresa pudiera sufrir de iliquidez y no disponer de efectivo.
- Finalmente, los activos que respaldan la presente emisión en lo que respecta a efectivo y equivalentes de efectivo tendrían un alto grado de liquidación y dependen únicamente de que se repongan o mantengan, mientras que, al referirnos a documentos y cuentas por cobrar no relacionadas locales, documentos y

cuentas por cobrar no relacionados exterior que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar. Por su parte el inventario también presenta un grado bajo para ser liquidado y dependen de una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición, por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación.

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:

La empresa registró dentro de la garantía general al 31 de mayo de 2023, cuentas por cobrar a relacionadas, por lo que los riesgos asociados a estos 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.

Cabe mencionar que la compañía certificó que las cuentas por cobrar que respaldan la emisión no incluyen 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 Tercera 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 2019, 2020, 2021 y 2022 de CARAVAGU S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, con notas financieras, al 31 de mayo de 2022 y 31 de mayo de 2023.
- 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

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 15 de junio de 2023, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía CARVAGU S.A., en donde se resolvió por unanimidad autorizar la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A., por un monto de hasta USD 5'000.000,00.

Posteriormente, con fecha 17 de julio de 2023, mediante escritura pública, CARVAGU S.A en calidad de Emisor, conjuntamente con AVALCONSULTING CIA. LTDA., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – CARVAGU S.A.

CUADRO 1: EMISIÓN DE OBLIGACIONES

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – CARVAGU S.A.	
Emisor	CARVAGU S.A.
Capital a Emitir	USD 5'000.000,00
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.
Tipo de Emisión	Desmaterializada, con valor nominal múltiplo de USD 1,00.
Rescates anticipados	No contempla sorteos ni rescates anticipados.
Contrato de Underwriting	No contempla contrato de Underwriting.
Tipo de Oferta	Pública
Monto	El monto colocado por cada Clase será de acuerdo a la solicitud del Mercado, al momento de la colocación de la emisión.

Clase, plazo, tasa	Clase	Plazo	Tasa de Interés
	Clase D	1,080 días	Fija anual del 8,00%
	Clase E	1,440 días	Fija anual del 8,50%
	Clase F	1,800 días	Fija anual del 9,00%
Agente Estructurador y colocador	METROVALORES CASA DE VALORES S.A.		
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE)		
Tipo de Garantía	Garantía General conforme lo dispone el art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.		
Destino de los recursos	En un 100% para financiar parte del capital de trabajo de la empresa: adquisición de activos para el giro propio de la empresa (materias primas), pago a proveedores, pago de impuestos, pago de sueldos y salarios y pago a empresas y personas no vinculadas.		
Fecha de la Emisión	Fecha en la que se realice la primera colocación de cada clase.		
Representante de Obligacionistas	AVALCONSULTING CIA. LTDA.		
Pago Intereses	Clase D: contendrá 6 cupones de intereses, se pagaran cada 180 días Clase E: contendrá 8 cupones de intereses, se pagaran cada 180 días Clase F: contendrá 10 cupones de intereses, se pagaran cada 180 días		
Forma de Cálculo	Base comercial 30/360		
Amortización de Capital	Clase D: El capital se pagará en 4 cupones cada semestre vencido, considerando un periodo de gracia de 360 días. Los cupones se pagarán cada 180 días. Clase E: El capital se pagará en 6 cupones cada semestre vencido, considerando un periodo de gracia de 360 días. Los cupones se pagarán cada 180 días. Clase F: El capital se pagará en 8 cupones cada semestre vencido, considerando un periodo de gracia de 360 días. Los cupones se pagarán cada 180 días.		
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. 		
Resguardo Adicional	CARVAGU S.A. entregará al representante de obligacionistas los recursos equivalentes al 25% de una cuota de capital e intereses a fin de que estos recursos sean aportados a un FONDO DE INVERSIÓN administrado por alguna de las Administradoras de Fondos de Inversión del país. Este fondo se irá incrementando conforme se vayan colocando las obligaciones y será utilizado por el Representante de Obligacionistas para cubrir cualquier requerimiento de pago de los dividendos de la Emisión de Obligaciones. Este fondo se mantendrá disponible durante la vigencia de la Emisión de Obligaciones, y CARVAGU S.A., se compromete a reponer el valor del mismo las veces que fuere necesario.		
Límite de Endeudamiento	Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias, CARVAGU S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.		

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.

Resguardo Adicional

CARVAGU S.A. entregará al representante de obligacionistas los recursos equivalentes al 25% de una cuota de capital e intereses a fin de que estos recursos sean aportados a un FONDO DE INVERSIÓN administrado por alguna de las Administradoras de Fondos de Inversión del país. Este fondo se irá incrementando conforme se vayan colocando las obligaciones y será utilizado por el Representante de Obligacionistas para cubrir cualquier requerimiento de pago de los dividendos de la Emisión de Obligaciones. Este fondo se mantendrá disponible durante la vigencia de la Emisión de Obligaciones, y CARVAGU S.A., se compromete a reponer el valor del mismo las veces que fuere necesario.

Límite de Endeudamiento

Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias, CARVAGU S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.

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. Al 31 de mayo de 2023 el activo total de la compañía alcanzó la suma de USD 56,11 millones, de los cuales el 87,74% corresponde a activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 2: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN., MAYO 2023

Activos	Libres (USD)	%
Disponibles	6.137.468	12,47%
Exigibles	14.197.039	28,84%
Realizables	24.433.300	49,63%
Otros activos	4.463.688	9,07%
TOTAL	49.231.495	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 mayo de 2023, 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 complementarias¹.

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 mayo de 2023, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 31,86 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 25,49 millones. Dicho valor genera una cobertura de 5,10 veces sobre el saldo de la emisión, determinando de esta manera que la Tercera 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 mayo de 2023 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 3,28 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: CALCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (MAYO 2023)

Descripción	USD
Total Activos	56.112.248
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	19.562
(-) Activos Gravados	6.880.752
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ²	208.317
(-) Derechos Fiduciarios ³	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier titulo 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 ⁴	10.000.000
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	7.142.640
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	31.860.976
80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Emisión	25.488.781
Emisión Obligaciones a largo plazo	5.000.000
Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)	6,37
80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	5,10

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

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 31 de mayo de 2023, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto de la emisión 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 1,04 veces⁶ 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 mayo de 2023, la empresa ha otorgado garantías por USD 6,88 millones, lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 49,23 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

¹ "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."

² Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

³ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

⁴ para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

⁵ 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.

⁶ (Total Activos Deducidos – Obligaciones emitidas) / (Total Pasivo – obligaciones emitidas)

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 37,10% del 200% del patrimonio al 31 de mayo de 2023, y el 74,21% de patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 4: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO, Mayo 2023 (USD)

Descripción	USD
Patrimonio	20.214.247
200% del Patrimonio	40.428.495
II Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	10.000.000
III Emisión de Obligaciones a Largo Plazo por emitir	5.000.000
Total Emisiones Vigentes	15.000.000
Saldo Emisiones / 200% del Patrimonio	37,10%
Saldo Emisiones / Patrimonio	74,21%

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

Proyecciones del Emisor

CUADRO 5: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Descripción	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos	16.017.375	16.818.244	17.659.156	18.542.114	19.469.220	20.442.681
Costo de ventas	5.087.145	5.341.503	5.608.578	5.889.007	6.183.457	6.492.630
Utilidad bruta	10.930.230	11.476.742	12.050.579	12.653.108	13.285.763	13.950.051
Gastos operacionales	6.657.465	6.990.338	7.339.855	7.706.848	8.092.190	8.496.800
Depreciación y amortización	164.662	172.896	181.540	190.617	200.148	210.156
Utilidad operativa	4.108.103	4.313.508	4.529.183	4.755.643	4.993.425	5.243.096
Gastos financieros	2.313.558	2.429.236	2.550.698	2.678.233	2.812.145	2.952.752
Otros ingresos	304.654	323.530	348.727	370.338	370.338	370.338
Otros egresos	518.456	544.379	571.598	600.177	630.186	661.696
Utilidad antes de impuestos	1.580.743	1.663.423	1.755.615	1.847.570	1.921.432	1.998.986
Participación trabajadores	237.111	249.513	263.342	277.135	288.215	299.848
Impuesto a la renta	335.908	353.477	373.068	392.609	408.304	424.785
Utilidad neta	1.007.723	1.060.432	1.119.204	1.177.826	1.224.913	1.274.354

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La estructuración financiera prevé un aumento del 12,00% en ventas para el año 2023, en comparación con el ejercicio previo de 2022. Posteriormente, para los años siguientes (2024-2028) se espera una tasa de crecimiento del 5,00%. Por su parte, los costos de ventas representarían el 31,76% de los ingresos durante todo el periodo proyectado (2023-2028), lo que generaría un margen bruto que representaría en promedio el 68,24% del total de ingresos.

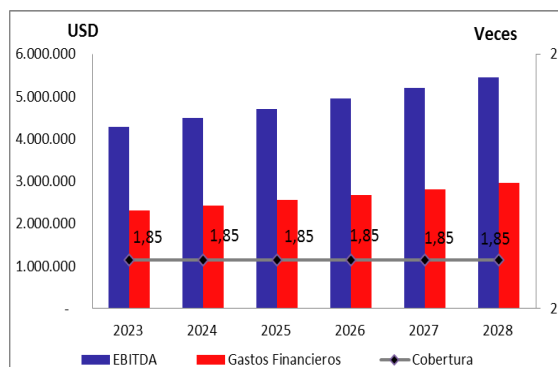
Después de descontar los gastos operativos, la compañía arrojaría una utilidad operacional constante positiva en los años proyectados, misma que representaría (2023-2028) el 25,65% de los ingresos. Por su parte los gastos financieros reflejarían un comportamiento estable que no sobrepasaría el 14,44% sobre el total de ingresos durante los periodos proyectados.

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 6,29% de los ingresos en el año 2023 y un 6,23% al cierre del año 2028.

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 al modelo, una cobertura constante de 1,85 veces durante el periodo proyectado,

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 0,28 veces a diciembre de 2023, y para 2028 de 3,60 veces. Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Pago Deuda Total, significaría 1,51 veces en 2023 y 1,35 veces en diciembre de 2028.

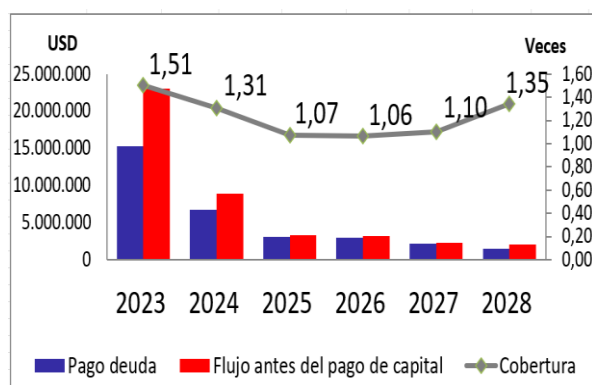
El flujo de efectivo, por otra parte, se encuentra dividido por actividades, el mismo que en primera instancia considera las actividades de operación, el mismo que parte de cobros a clientes, y sigue con los pagos a proveedores, pagos operativos y otros cobros y pagos. Posteriormente está el flujo correspondiente a actividades de inversión en donde, a partir del año 2024 no se evidencia movimientos generados por actividades de inversión y, finalmente, está el flujo originado por actividades de financiamiento, donde los movimientos contemplan los recursos provenientes de la emisión y sus respectivas cancelaciones, además de préstamos bancarios y sus correspondientes pagos. Así mismo la proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de flujo de efectivo para hacer frente a las obligaciones

CUADRO 6: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Descripción	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN						
Cobros a Clientes en Efectivo	9.228.927	9.690.373	10.174.892	10.683.637	11.217.819	11.778.709
Cuentas por Cobrar (91 a 120 días)	3.199.525	3.437.963	3.609.861	3.790.354	3.979.877	4.178.865
Cuentas por Cobrar (hasta 180 días)	3.397.783	3.537.213	3.714.074	3.899.777	4.094.766	4.299.504
Pagos a Proveedores (Bienes y Servicios)	(5.087.145)	(5.341.503)	(5.608.578)	(5.889.007)	(6.183.457)	(6.492.630)
Pagos Operativos (Empleados)	(9.135.685)	(9.592.470)	(10.072.093)	(10.575.699)	(11.104.483)	(11.659.707)
Otros Pagos por Actividades de Operación	(518.456)	(544.379)	(571.598)	(600.177)	(630.186)	(661.696)
Otros Cobros por Actividades de Operación	304.654	323.530	348.727	370.338	370.338	370.338
FLUJO DE EFECTIVO PRODUCTO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	1.389.603	1.510.728	1.595.285	1.679.224	1.744.668	1.813.384
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN						
Ingresos por Venta de Propiedad, Planta y Equipo	15.031.480	-	-	-	-	-
FLUJO DE EFECTIVO UTILIZADO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	15.031.480	-	-	-	-	-
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO						
Ingresos 3era. Emisión de Obligaciones	5.000.000	-	-	-	-	-
Ingresos Prést. Bancarios u Otros Financiamientos	-	-	-	1.500.000	500.000	-
Pagos Prést. Bancarios u Otros Financiamientos	(10.511.000)	(2.200.000)	(1.270.000)	(1.171.000)	(1.148.000)	(1.068.000)
Pagos Capital 2da. Emisión	(4.250.000)	(4.250.000)	-	-	-	-
Pagos Interés 2da. Emisión	(564.375)	(301.875)	-	-	-	-
Pagos Capital 3era. Emisión	-	-	(1.805.000)	(1.805.000)	(972.333)	(417.667)
Pagos Interés 3era. Emisión	-	(425.000)	(387.165)	(235.825)	(101.152)	(28.223)
FLUJO DE EFECTIVO UTILIZADO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	(10.325.375)	(7.176.875)	(3.462.165)	(1.711.825)	(1.721.485)	(1.513.889)
FLUJO DE EFECTIVO NETO						
Incremento (disminución) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	6.095.708	(5.666.147)	(1.866.880)	(32.601)	23.183	299.495
SALDO INICIAL DE EFECTIVO	1.662.443	7.758.151	2.092.004	225.124	192.522	215.705
SALDO DE EFECTIVO AL FIN DEL AÑO	7.758.151	2.092.004	225.124	192.522	215.705	515.200

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 al modelo, afectando la variable “ventas” del estado de resultados, con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que la mayor afectación que soportaría el modelo es una contracción del 6,00% para el periodo 2023-2028. Con este condicionamiento se evidenció que la compañía continuaría generando una utilidad al final de cada periodo positivo. Por su parte, al flujo de efectivo se afectó los cobros a clientes en efectivo con una disminución del 2,00% durante el periodo 2023 y para los siguientes años (2023-2028) una contracción del 3,00%. Cabe mencionar que esta afectación generaría flujos de efectivo positivos durante el periodo proyectado.

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 de la Emisión de Obligaciones, 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 2,9% en 2023 y 2,8% en 2024⁷. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador del 2,6% en el 2023 y un 2,8% en 2024⁸. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a las políticas monetarias y las condiciones financieras restrictivas⁹.

Según el FMI, las tenues señales a inicios de 2023, de que la economía mundial podría lograr una estabilidad con inflación a la baja y crecimiento firme, se han disipado, en medio de una inflación persistentemente alta y de las turbulencias en el sector financiero¹⁰. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento

⁷ <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/April/English/text.aspx>

⁸ <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5443e6bba11cd7fa7c0c678a20edd4dd-0350012023/related/GEP-June-2023-Regional-Highlights-LAC-SP.pdf>

⁹ <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

¹⁰ Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial: Una recuperación accidentada, abril 2023

del 2,6% para el año 2023, impulsado por una variación positiva en el consumo final de los hogares, la formación bruta de capital fijo y las exportaciones de bienes y servicios¹¹.

De igual manera, el año 2023 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China y 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.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,6% en 2023 (+1,1% en 2024). La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+0,8% en 2023 y +1,4% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 5,3% en 2023 y 5,1% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 1,6% en el año 2023 y del 2,2% en 2024¹².

Por último, el FMI menciona que la salud futura de la economía mundial depende fundamentalmente de un adecuado ajuste de la política monetaria, el curso de la guerra en Ucrania y la posibilidad de nuevas disrupciones por el lado de la demanda relacionadas con la pandemia; así como, de una eficaz cooperación multilateral¹³.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a mayo de 2023 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 7: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (millones USD 2007) año 2022	71.125	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,95%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (mar 2023)	50,73%	Inflación mensual (abr 2023)	0,20%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-mar 2023	USD 453,12 (Superávit)	Inflación anual (abr 2023)	2,44%
Reservas Internacionales (millones USD 02-jun-2023)	7.289,76	Inflación acumulada (abr 2023)	0,40%
Riesgo país (07 de jun 2023) ¹⁴	1.856 puntos	Remesas (millones USD) año 2022	4.743,54
Precio Barril Petróleo WTI (USD 08 jun 2023)	71,29	Tasa de Desempleo urbano (abr 2023)	5,4%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Después de atravesar duras condiciones económicas en el 2020, en el año 2021 la economía ecuatoriana se recupera y el **Producto Interno Bruto (PIB)** registra un crecimiento del 4,2% respecto al año anterior. Para el año 2022, la economía se ha mostrado resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,9% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. En el año 2022, las industrias que alcanzaron el mayor crecimiento fueron: alojamiento y servicios de comida, acuicultura y pesca de camarón, y correo y comunicaciones¹⁵. Por su parte, en el cuarto trimestre del 2022 el PIB creció en 4,3% en relación al cuarto trimestre de 2021 (t/t-4) y registró una variación de 2,3% respecto al trimestre anterior (t/t-1). Estos resultados implican una mejora en prácticamente todas las industrias. Reflejando una recuperación en el cuarto trimestre de 2022 en la industria de petróleo y minas (+16,4% en comparación a su similar de 2021), seguida de la industria de correo y telecomunicaciones (+15,9% respecto al cuarto trimestre de 2021), enseñanza y servicios sociales y de salud (+12,6% respecto a su similar de 2021), y, alojamiento y servicios de comida (+12,3% en relación al cuarto trimestre de 2021 (t/t-4)); adicionalmente se observó el incremento de la formación bruta de capital fijo, consumo final de los hogares y el gasto del gobierno¹⁶.

El Banco Central del Ecuador con el fin de cuantificar el impacto económico generado por los eventos y manifestaciones sociales suscitados en junio de 2022 realizó una estimación de los daños y pérdidas. Para lo cual contó con la asistencia técnica del Banco Mundial y el apoyo de varias entidades públicas y privadas. De esta

¹¹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/EvolEconEcu_2022pers2023.pdf

¹² <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>

¹³ Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial octubre 2022

¹⁴ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

¹⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/EvolEconEcu_2022pers2023.pdf

¹⁶ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeIVT_2022.pdf

manera, se estima un efecto de USD 1.115,4 millones, de los cuales el 99% corresponde a pérdidas, siendo la industria de comercio la más afectada con una pérdida aproximada de USD 318,1 millones¹⁷.

Actualmente, el mundo atraviesa un escenario incierto a causa del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, el cual puede desacelerar la economía mundial por la desvinculación de Rusia del sistema financiero internacional. Este acontecimiento puede resultar en un crecimiento de la economía ecuatoriana menor de lo previsto, dado que las exportaciones a Ucrania desaparecerían y las ventas a Rusia tendrían una reducción significativa por los problemas logísticos y financieros. La producción agrícola en el país, también se vería afectada, debido a los altos costos de producción y escasez de los fertilizantes, esto podría ocasionar una reducción del empleo, especialmente en el sector bananero. Por otro lado, se prevé una pérdida de competitividad generalizada debido al incremento considerable en la inflación dado el aumento en el precio de las materias primas y combustibles. Sin embargo, las finanzas públicas experimentarían una mejora considerable por el acelerado crecimiento del precio del petróleo.

El **Riesgo País** registró 1.856 puntos al 07 de junio de 2023. 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 interés¹⁸.

La coyuntura política actual define un indicador de riesgo país sobre los 1.800 puntos. Esto se relaciona en gran medida con la muerte cruzada aplicada por el Presidente de la República, que desencadenó el inicio de un nuevo período electoral. En este sentido, los inversionistas internacionales poseen un escenario de incertidumbre sobre el futuro de la economía ecuatoriana¹⁹.

Para marzo de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 7.008,58 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022 (llegó a USD 7.152,51 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de consumo, materias primas, y bienes de capital. La procedencia de los bienes radica principalmente de Estados Unidos, China, Panamá, Colombia, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para marzo de 2023 alcanzaron USD 7.461,70 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022 (USD 8.085,14 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta marzo de 2023 arrojaron una suma de USD 5.561,89 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 1.899,81 millones.

Hasta marzo de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 453,12 millones, USD 479,51 millones menos que el resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 932,63 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 186,71 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un superávit de USD 266,40 millones²⁰.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento creciente a partir de junio de 2020 donde registró un valor de USD 39,27 por barril, en mayo de 2022 llega a su nivel máximo con un valor de USD 114,67 por barril, posteriormente presenta una tendencia decreciente y en mayo de 2023 cierra en USD 68,09 por barril (USD 71,29 por barril al 08 de junio de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2022 se fijó un valor de USD 59,20²¹ por barril para las exportaciones de petróleo y para 2023 el precio promedio del barril de exportación se estimó en USD 64,84²².

¹⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/InformeBMImpactoParoNacional062022.pdf>

¹⁸ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

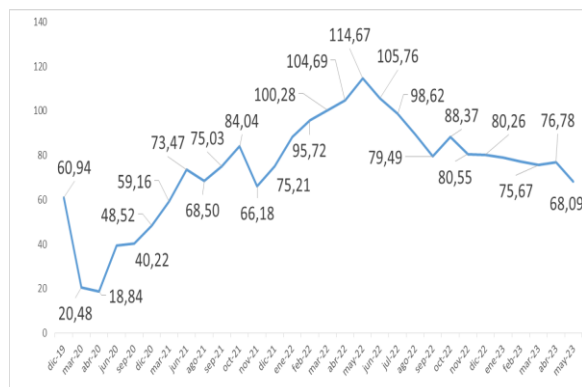
¹⁹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/bonos-externos-caida-precios-muerte-cruzada/>

²⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IEmensual/m2054/IEM-322-e.xlsx>

²¹ <https://www.finanzas.gob.ec/gobierno-nacional-envia-a-la-legislatura-la-proforma-presupuestaria-del-año-2022/#:~:text=La%20CFDD%20del%20a%C3%B1o%202022,codificado%20a%20agosto%20del%202021.&text=Los%20supuestos%20macroecon%C3%B3micos%20que%20sustentan,de%20petr%C3%B3leo%3A%20USD%2059%2C20>

²² https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1_Justificativo-Proforma-2023.pdf

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



Fuente: <https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF/history?p=CL%3DF> / Elaboración: Class International Rating

En abril de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 14,16 millones de barriles, lo que representa 5,07% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,69 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 11,47 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador²³.

Durante el primer trimestre de 2023, el precio promedio del petróleo ecuatoriano de exportación fue de USD 63,3 por barril, por debajo de lo que necesita el Presupuesto del Estado para financiarse. Lo que representa ingresos petroleros por USD 301 millones, 56% menos de lo registrado en el mismo período de 2022 (USD 677,7 millones). No obstante, se prevé un mejor escenario con el alza del precio del petróleo impulsada por dos factores: incremento de la demanda mundial gracias a la recuperación del consumo de China, y el recorte de la producción de petróleo hasta 2024 anunciado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+)²⁴.

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2022 sumó USD 17.163,52 millones, siendo un 22,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.976,16 millones). Hasta abril de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 6.916,99 millones, es decir existió un incremento de 3,92% respecto al mismo período de 2022 (USD 6.655,80 millones). Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta abril de 2023 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 2.808,59 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 2.742,31 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 374,49 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 285,67 millones²⁵.

La **inflación mensual** en abril de 2023 registró una variación de 0,20%, mientras que la variación **anual** fue de 2,44% y la **acumulada** fue de 0,40%. Para abril de 2023, por divisiones de bienes y servicios la inflación mensual registró una variación en 8 agrupaciones que ponderan el 63,34% presentaron porcentajes positivos, siendo Educación; Salud; y, Recreación y Cultura, las agrupaciones de mayor porcentaje. En otras 4 agrupaciones que en conjunto ponderan el 36,66% se registraron resultados negativos, siendo Bebidas Alcohólicas, tabaco y estupefacientes; y, Muebles y artículos para el hogar y la conservación ordinaria del hogar, las de mayor variación²⁶.

En referencia al **salario nominal promedio**, para abril de 2023, se fijó en USD 524,83²⁷; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 450,00. 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 474,23 para abril 2023²⁸. En

²³ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>, <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023195.pdf>

²⁴ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-precio-alza-ecuador-presupuesto/#:~:text=Durante%20el%20primer%20trimestre%20de,USD%2063%2C3%20por%20barril.>

²⁵ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

²⁶ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>; <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202304.pdf>

²⁷ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>,

<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202304.pdf>

²⁸ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

cuanto al costo de la canasta básica familiar en abril de 2023, se ubicó en USD 767,31²⁹, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 840,00 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 109,47% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 611 firmando el 30 de noviembre de 2022, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 450,00, mismo que regirá a partir del 01 de enero de 2023³⁰.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 4,0% en abril de 2023. La tasa de **empleo adecuado**³¹ pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 35,2% en abril de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 19,9% a abril de 2023.³²

A diciembre 2022, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,2% y la pobreza extrema en 8,2% (a diciembre de 2021 se registraron tasas del 27,7% y 10,5% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 17,8% y en el área rural alcanzó el 41,0% (a diciembre 2021 fue del 20,8% y 42,4% respectivamente). Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³³, se ubicó en 0,466 a diciembre del 2022 (0,474 en diciembre de 2021), es decir no existe una variación estadísticamente significativa con respecto a su similar. 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 diciembre de 2022 se ubicó en USD 88,72 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,00 mensuales per cápita (a diciembre de 2021 USD 85,60 y USD 48,24 respectivamente)³⁴.

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 7,03% para junio de 2023, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,03%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,00%³⁵. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para abril de 2023 alcanzó la suma de USD 76.697,2 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.948,7 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendió a USD 19.160,1 millones³⁶.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a diciembre de 2022 se ubicó en USD 38.589 millones; lo que representa un aumento de USD 4.929 millones frente a diciembre de 2021 (+14,6%). La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que en 2022, la banca privada ecuatoriana fue una pieza clave en el proceso de reactivación económica del país. A través de la colocación de créditos, los bancos fueron aliados que apoyaron a los hogares, empresas y negocios con financiamiento y, así contribuyeron en la dinamización de la economía³⁷.

Para abril de 2023, la cartera de crédito de la banca privada alcanzó la cifra de USD 39.705 millones, lo que representa un incremento de 12% frente a su similar período de 2022 (USD 4.266 millones más). A pesar de la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la cartera, los bancos juegan un papel fundamental para la recuperación de la economía ecuatoriana, porque el acceso a créditos permite, entre otras cosas, la adquisición de bienes y servicios; el financiamiento de proyectos a los hogares, empresas y negocios; estimula el consumo y fomenta el empleo. De esta manera, del total de la cartera crediticia a abril de 2023, el 60% (USD 23.705 millones) está destinada a los créditos de producción (productivo, vivienda y microcrédito) y el 40% a los créditos de consumo (USD 16.000 millones)³⁸.

Pese al buen desempeño de la cartera de crédito en 2022, en 2023 podría darse una desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito, debido en gran medida al contexto internacional. El incremento de las tasas de interés de política monetaria, que los bancos centrales de los países desarrollados han aplicado para hacer frente

²⁹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/inflacion/2023/Abril/Bolet%C3%ADn_t%C3%A9cnico_04-2023-IPC.pdf

³⁰ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/guillermo-lasso-incremento-salario-basico-ecuador.html>

³¹ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

³² https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Abril/202304_Mercado_Laboral.pdf

³³ 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

³⁴ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2022/Diciembre_2022/202212_PobrezayDesigualdad.pdf

³⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

³⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202304.pdf>

³⁷ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

³⁸ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/05/2023-05-08-BP-Evolucion-de-la-Banca-Abril-Asobanca.pdf>

a la inflación internacional, eleva el costo del financiamiento externo para el país, incluyendo a los bancos privados, lo cual restringe la liquidez que podría venir del exterior³⁹.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el año de 2022 totalizó USD 4.743,54 millones, cifra superior en 8,73% en comparación al año 2021 (USD 4.362,63 millones), comportamiento que se atribuye principalmente a la recuperación económica de los Estados Unidos de América (EUA)⁴⁰.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el cuarto trimestre de 2022 fueron de -USD 76,08 millones; monto inferior en un importante 172,75% al registrado en su similar periodo en el 2021, en donde alcanzó USD 104,58 millones, este rubro negativo indica que no se concretó la llegada de dinero al país, situación que denota que la inseguridad, inestabilidad política y riesgo país alto influyen al momento de decidir desembolsar o no el dinero⁴¹; mientras que para todo el año 2022⁴² el flujo fue de USD 788,06 millones (+21,75% en comparación al 2021). La mayor parte de la IED en 2022 se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas; agricultura, silvicultura, caza y pesca; y, comercio, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Uruguay, China, España, Estados Unidos, México, Holanda, entre otros⁴³.

Para marzo de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 47.559,73 millones, cifra superior a la reportada en marzo de 2022, cuando fue de USD 46.221,97 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 (agregada)** para abril de 2023 fue de USD 12.669,58 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.120,65 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de abril de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 50,73% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB⁴⁴.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2021 registraron la suma de USD 7.897,87 millones y USD 8.458,65 millones al 31 de diciembre de 2022, mientras que para mayo de 2023 totalizaron USD 7.530,47 millones (USD 7.289,76 millones al 02 de junio de 2023)⁴⁵. 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.

Las RL (Reservas de Liquidez)⁴⁶ constituidas alcanzaron USD 1.839 millones al 19 de abril de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.475 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 364 millones⁴⁷.

La **calificación de deuda** para junio de 2023⁴⁸ de Standard & Poor's para Ecuador se situó en B- (estable) "altamente especulativa". Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha 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"⁴⁹. Por otro lado, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación en B- (estable), calificación que significa "altamente especulativa".

³⁹ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

⁴⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/eren2022anual.pdf>

⁴¹ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/inversion-extranjera-concretarse-cuarto-trimestre-ano-pasado-157054.html>

⁴² Para el segundo trimestre de 2022, la mayor parte de los nuevos flujos de Inversión Directa (ID) ingresaron bajo la modalidad de acciones y participaciones de capital. Por la naturaleza de este tipo de operaciones, el registro en Balanza de Pagos incluye un incremento en la ID (categoría acciones y participaciones de capital) y una reducción en la Inversión de Cartera (cancelación de un pasivo externo).

⁴³ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/IED_WEBPUB.xlsx

⁴⁴ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/plugins/download-monitor/download.php?id=12540>

⁴⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/RILD/RI.xlsx>

⁴⁶ La serie de Reservas Mínimas de Liquidez se presenta hasta la bisemana del 23 de febrero de 2022 (dato cierre de febrero). En adelante se presentarán datos de Reservas de Liquidez, de acuerdo a lo aprobado en la Resolución de la Junta de Regulación y Política Monetaria del 20 de enero de 2022 de modificó la normativa de constitución de reservas de liquidez y encaje.

⁴⁷ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_May23.pdf

⁴⁸ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

⁴⁹ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-caa3-perspectiva-estable-152042.html>

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, tecnología, Infraestructura 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 han 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, cuentan con 200 registros sanitarios a nivel nacional y 163 a nivel internacional.

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 mayo de 2023, el capital social de CARVAGU S.A., registró una suma de 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 concentra en el Sr. Carlos Valarezo con el 43,75%.

CUADRO 9: ACCIONISTAS

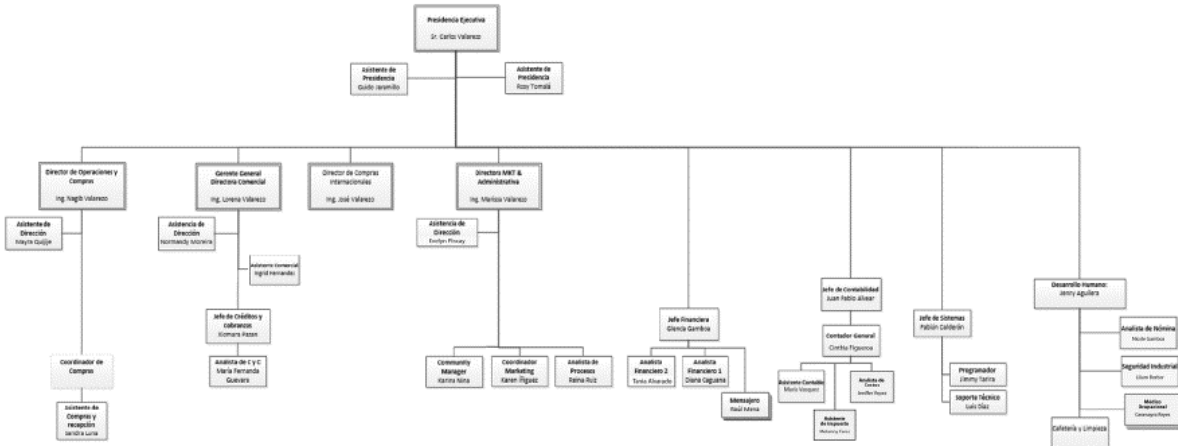
Nombre	Capital (USD)	Participación (%)
ISNAVA NAVASA S.R.L.	295.302,00	14,06%
VALAREZO GUZMAN CARLOS JULIO	918.750,00	43,75%
VALAREZO SANCHEZ JOSE ABRAHAM	295.302,00	14,06%
VALAREZO SANCHEZ MARISSA IVONNE	295.323,00	14,06%
VALAREZO SANCHEZ MERCEDES LORENA	295.323,00	14,06%
Total	2.100.000,00	100,00%

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: 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.

CUADRO 10: PRINCIPALES EJECUTIVOS⁵⁰

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	Jose 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 mayo de 2023, la empresa mantuvo dentro de su nómina a 168 empleados, mismos que están calificados para desarrollar tareas específicas dentro de la compañía, y se distribuyen en distintas áreas, como administración, comercial, producción y servicio de planta. Adicionalmente, se debe indicar que la selección y contratación de su personal es adecuado y está orientado al desempeño de sus funciones.

⁵⁰ El comportamiento de los órganos administrativos es estable

Es importante mencionar que 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

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	SITUACIÓN LEGAL
CARVAGU S.A.	ACTIVA
FRABBA S.A.	ACTIVA
IMPORT & EXPORT WORLD LIVE S.A. IMPORTWL	ACTIVA
IMPORTADORA DEGAN S.A.	ACTIVA
IMPORTADORA NAGIB S.A.	ACTIVA
NATURAL HERBS S.A. NATUHERB	ACTIVA
MEDNATCORP S.A.	ACTIVA
PRONATCORP S.A.	ACTIVA
IMPORTMOVA S.A.	ACTIVA
INMOBILIARIA DEL RIO S.A. INMORIO	ACTIVA
IMPORFRUIT S.A.	ACTIVA
SERVGLUM S. A.	ACTIVA
LABORATORIOS ABRAHAM S.A. ABRAMLAB	ACTIVA
FASARNEX S.A.	ACTIVA
ISNAVA S.A.	ACTIVA
TS IMPORTACIONES S.A.	ACTIVA
WORLD LIVE DEL ECUADOR WLE S.A.	ACTIVA
EXPORTGREEN SA	ACTIVA
IMPORTMIRAMAR S.A.	ACTIVA
IMPORVARELLANO S.A.	ACTIVA
PRETORIANOS SECURITY CIA.LTDA.	ACTIVA
CLARV S.A.	ACTIVA
CREDIMEDIC SA	DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN
RECIGUAYAS SA	DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN
MEDICINA TOTAL TOTALMEDICA S.A.	DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN
VALLNATURAL S.A.	CANCELACIÓN DE LA INSCRIPCIÓN

Fuente/ Elaboración: CARVAGU S.A.

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

CARVAGU S.A. al ser una compañía retail mantiene una extensa variedad de clientes dentro de su portafolio, por lo tanto, no se registra un riesgo de concentración de cartera debido a la naturaleza de la compañía, pues el cliente más representativo dentro del total de las ventas a mayo de 2023 representó el 10,81%. Asimismo, se debe indicar que posee una adecuada capacidad de negociación con sus clientes.

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 el 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 varían 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 a 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.

Al 31 de mayo de 2023, las ventas al contado representaron el 2,99% del total de las ventas (5,97% en diciembre de 2022), mientras que las ventas a crédito sumaron el 97,01% (94,03% en diciembre de 2022).

Asimismo, se debe indicar que los clientes del exterior representaron el 24,11% del total de la cartera a mayo de 2023, el 20,32% estuvo conformada por compañías relacionadas locales y el 55,57% por clientes no relacionados.

Al 31 de mayo de 2023, la cartera por vencer representó el 40,14% del total de la cartera (42,38% a diciembre de 2022), mientras que la cartera vencida representó el 59,86% (57,62% en diciembre de 2022). Dentro de la cartera vencida se observó concentración en dos rangos de tiempo específicos. El 38,13% correspondió al rango de más de 90 días (39,25% a diciembre de 2022) y el 12,84% en el rango de 1 a 30 días (6,19% a diciembre de 2022). Los resultados mencionados anteriormente, eventualmente podrían incurrir en un posible riesgo de incobrabilidad y posibles pérdidas para la compañía en caso de que la cartera tenga un mayor deterioro.

CUADRO 12: ANTIGÜEDAD DE CARTERA

CARTERA TOTAL	2021	2022	may-23
Por Vencer	36,45%	42,38%	40,14%
Vencida de 1 a 30 días	14,06%	6,19%	12,84%
Vencida de 31 a 60 días	6,96%	12,18%	6,68%
Vencida de 61 a 90 días	0,00%	0,00%	2,21%
Vencida más de 90 días	42,53%	39,25%	38,13%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%

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

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas fue de 0,42% en mayo de 2023 (10,16% diciembre de 2022); 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 93,68% entre mayo de 2023 y diciembre de 2022, pues en el mes de mayo la compañía castigó cartera comercial (saldo incobrables del año 2019-2020), utilizando la provisión que venía acumulando con el objetivo de limpiar y depurar la cartera (recomendación realizada por la firma auditora BDO).

Proveedores

CARVAGU S.A., mantiene relaciones comerciales adecuadas con una variedad de empresas de prestigio en el mercado nacional e internacional; sin embargo, su principal proveedor es el Proveedor A de Ecuador con una participación del 20,21% del total de proveedores, seguido de Proveedor B y Proveedor C cuyo país de procedencia es China con el 10,84% y 8,41% respectivamente, el resto de proveedores poseen una participación menor al 2,00%, por lo cual no se evidencia un riesgo de concentración de sus proveedores.

Al 31 de mayo de 2023, en cuanto a las cuentas por pagar a proveedores, se observa que el 16,49% corresponde a cartera vigente (32,12% en diciembre de 2022), mientras que el 83,51% restante corresponde a cartera vencida (67,88% al cierre del año 2022).

Según lo mencionado por la administración de la compañía, en mayo de 2023 CARVAGU S.A. no alcanzó a realizar los cruces de anticipos con las facturas de algunos proveedores. CARVAGU S.A. no tiene problemas de pago con sus proveedores, el vencido representa un 45% del total de la cartera considerando que el rubro más alto es de 1 a 30 días, donde por fecha de corte de pago la empresa se puede retrasar unos días por el cierre de mes.

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

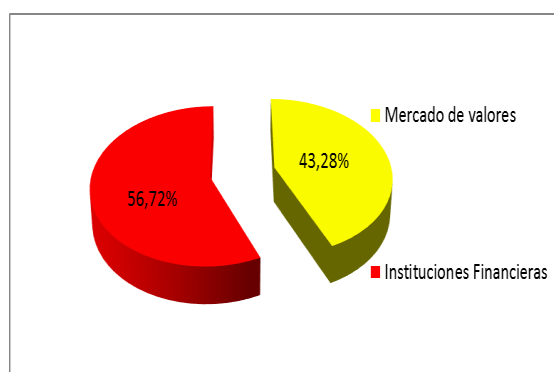
ofertas del mercado en cuanto a calidad y precio. El manejo, control y aprobación de estos pagos está a cargo del departamento compras y financiero. Se destaca que, dada la dispersión de los proveedores sobre los costos de ventas, la compañía tiene una buena capacidad de negociación con sus proveedores.

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

Al 31 de mayo de 2023, la deuda financiera de la Compañía que estuvo conformada por obligaciones adquiridas con Instituciones Financieras y Mercado de Valores ascendió a USD 23,11 millones y permitió el financiamiento del 41,18% de los activos. Se debe acotar que la compañía también financió sus operaciones, pero en menor proporción, con proveedores, es así que a mayo de 2023 fondearon la operación en un 3,11%.

GRÁFICO 5: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA, MAYO 2023



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

Políticas de Precios

En lo que respecta a la política de precios, es importante señalar que precisamente un factor que le ha permitido a la compañía convertirse en líder del mercado de productos naturales, a parte de su manufactura, infraestructura de ventas y marketing, es su política de precios, enfocada a brindar a sus clientes productos accesibles.

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.

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, 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, dono 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 a 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, 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, EEUU, la meta para el año 2023 es convertirse en exportadores habituales cumpliendo con el 25% de ventas internacionales del total de ventas. 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 el mercado local lo tienen controlado.

Riesgo Legal

Al 31 de mayo de 2023, según la administración presenta 1 proceso como actor ofendido y según consulta realizada en el Consejo de la Judicatura, se han identificado 2 procesos legales en los que la entidad figura como actor demandado.

Liquidez de los títulos

Al ser la calificación inicial de la emisión todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos, la que será analizada en las revisiones de la presente calificación.

Al 31 de mayo de 2023 CARVAGU S.A., ha participado anteriormente en el Mercado de Valores, tal como se detalla a continuación:

CUADRO 13: EMISIONES REALIZADAS

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado (USD)	Estado
Inscripción Genérica	2018	SCVS-INMV-DNAR-2018-00007915	-	-
Emisión de Obligaciones	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00010451	10.000.000	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 presente emisión todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la presencia bursátil de los títulos, lo que será analizado posteriormente 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

El Ecuador experimentó un crecimiento interanual del 0,7% en el primer trimestre de 2023, en comparación con el mismo período del año anterior. Este incremento fue impulsado por la variación positiva de los componentes del Producto Interno Bruto (PIB). Destacaron el Gasto de Consumo Final de los Hogares, que registró un aumento del 1,6%; el Gasto de Consumo Final del Gobierno, con un incremento del 0,5%; y las Exportaciones de bienes y servicios, que crecieron un 0,4%.

El Índice de Expectativas de la Economía (IEE) este mes alcanzó un nivel de 58,8 puntos; superior al mes pasado en 8,1 puntos, posicionando a la confianza empresarial en un nivel optimista. Así también, los cuatro sectores analizados: comercio, construcción, manufactura y servicios experimentaron aumentos en sus índices de expectativas, es decir que, la confianza de los empresarios fue mayor⁵¹.

Según un informe de la Cámara de Comercio de Quito, en el sector manufacturero, las ventas internas experimentaron un crecimiento del 4,7% durante el primer trimestre. Sin embargo, al considerar el impacto de la inflación, el crecimiento real de las ventas se estima en un 1,7%.

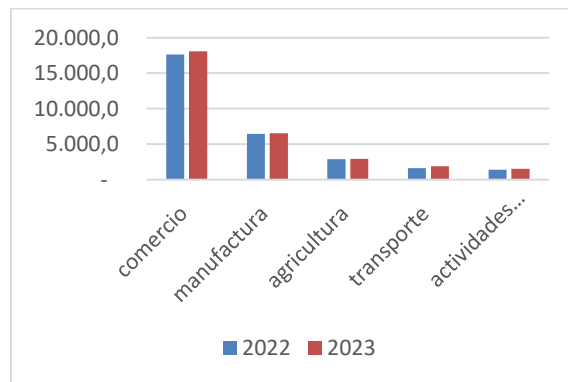
⁵¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202305.html>

Según el Servicio de Rentas Internas, las ventas totales del sector privado – ventas y exportaciones - ascienden a USD 51.869 millones en los cuatro primeros meses de 2023. Esto refleja un aumento anual de las ventas totales en 5,5%, mientras que en el mismo periodo de 2022 incrementaron en 19,6%.⁵²

Por actividad económica la manufactura es la segunda más importante, después del comercio, que muestra un crecimiento en ventas de 1,3% en el primer trimestre. Para la Cámara de Comercio, este bajo desempeño es el reflejo de que hay una menor liquidez en Ecuador. Mientras que otras actividades, como el transporte y almacenamiento, las financieras y los seguros, la minería y la construcción muestran alzas superiores a 10% en ventas.⁵³

En Ecuador, el negocio de los medicamentos es un mercado concentrado en menos de 10 grupos económicos los mismos que sostienen un modelo de negocios. La estructura del mercado farmacéutico en el Ecuador depende en su mayoría de la demanda de medicamentos que está determinada esencialmente por la prescripción de los médicos en los servicios de consulta, atención ambulatoria, hospitalización y rehabilitación y/o por los usuarios (automedicación-auto prescripción). La industria farmacéutica es un mercado de alta exigencia, condición que obliga a las empresas ligadas a su operación de destacarse en calidad y atención.⁵⁴

GRÁFICO 6: VENTAS PRIVADAS POR SECTOR ECONÓMICO



Elaboración: Class International Rating

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. Ciento setenta Estados Miembros han informado a la OMS del uso de la medicina tradicional y han pedido que la Organización proporcione evidencias y datos para fundamentar sus políticas, normas y reglamentos con miras a utilizarla de forma inocua, rentable y equitativa.⁵⁵

Ecuador es uno de los países de la región con mayor tamaño de mercado farmacéutico. Sin embargo, es muy dependiente de las importaciones del exterior en comparación con la producción local. El mercado farmacéutico ecuatoriano se encuentra en crecimiento, debido a los cambios demográficos que está experimentando la población y al aumento del gasto público destinado a la salud. Ambas son tendencias que van a continuar su desarrollo actual, lo que incidirá en un aumento de las ventas farmacéuticas totales.⁵⁶

La orientación del tipo de productos que comercializa CARVAGU S.A. colocan 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 fieles de este tipo de medicina. La industria de productos cosméticos, otro segmento al cual está dirigida

⁵² https://www.google.com/search?q=expectativas+sector+comercio+ecuador+2023&rlz=1C1GCEA_enEC1054EC1054&biw=1536&bih=746&sxsr=A5stBhI57qkxQoSeRLKWtAYEz-&safe=active

⁵³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ventas-comercio-industrias-ciudades-ecuador/>

⁵⁴ https://www.farmasol.gob.ec/sites/default/files/Doc001-DICIEMBRE2021-PEI_2021-2024.pdf

⁵⁵ <https://www.who.int/es/news-room/events/detail/2023/08/17/default-calendar/the-first-who-traditional-medicine-global-summit>

⁵⁶ <https://www.cancilleria.gob.ar/es/ecuador-0>

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, fijación de precios, el cual es sometido 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 les permite a las empresas del sector poder generar o adquirir nuevos productos complementarios y/o sustitutos a los de la industria en general, es decir en sus mercados relevantes.

Expectativas

Las estimaciones apuntan a que este sector siga prosperando, es así que la tasa de crecimiento anual sería alrededor de 7,5%, es por esto por lo que para el periodo 2021-2028, se proyectan unas ventas de USD 2.097 millones para el año 2023. Adicionalmente, se calcula que en el período 2021-2028 las ventas farmacéuticas se consoliden como el mercado de mayor incidencia en el sector salud en general, pasando de un 15% en 2021 a un 19% en 2028.⁵⁷

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.

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, conviene destacar 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.

⁵⁷ https://www.farmasol.gob.ec/sites/default/files/Doc001-DICIEMBRE2021-PEI_2021-2024.pdf

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 a 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 a 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 contratada una póliza de multiriesgo en distintos ramos, vigentes hasta el 14 de mayo 2024.

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, de que en los últimos años, su demanda ha sido cada vez es 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 2019, 2020, 2021 y 2022 de CARVAGU S.A., y Estados de Situación Financiera internos no auditados al 31 de mayo de 2022 y 31 de mayo de 2023.

Análisis de los Resultados de la Empresa

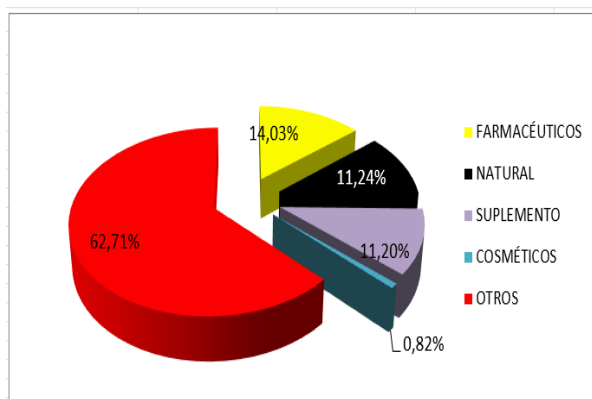
Durante el periodo analizado, los ingresos de CARVAGU S.A., experimentaron una tendencia decreciente pasando de USD 30,30 millones en 2019 a USD 22,09 millones en 2020, USD 15,06 millones en diciembre de 2021 y USD 14,30 millones al cierre de 2022.

Entre los factores que afectaron el comportamiento de los ingresos se tiene que: En el año 2019 los ingresos alcanzaron la suma de USD 30,30 millones gracias a la venta de la marca HEPALIVE a GRUPOFARMA por USD 14,00 millones. Por su parte, el año 2020 fue un año atípico por la Pandemia, es así que, los productos inmunológicos y suplementos tuvieron un volumen en ventas significativo. Mientras que, para los años 2021 y 2022 disminuyen los ingresos por la vacunación masiva, por lo tanto, los productos que tuvieron un auge en el año 2020 empezaron a disminuir su volumen de comercialización, además, la contracción económica que sufrió el país debido al paro del mes junio, afectó no solo al sector donde se desenvuelve la compañía sino a nivel general.

Para mayo de 2023, los ingresos de la empresa experimentaron un crecimiento significativo del 241,52% frente a su similar de 2022, alcanzando un total de USD 20,94 millones (USD 6,13 millones en mayo de 2022), lo que obedece a la venta de propiedades de Inversión por USD 15,03 millones. El 60% de los ingresos generados por esta venta se destinaron para cubrir pasivos con carga financiera, mientras que el resto se utilizó para fortalecer el capital de trabajo.

La línea de productos que lidera las ventas de la compañía son los farmacéuticos con el 14,03% del total de ventas a mayo de 2023, seguido de la línea de productos naturales con el 11,24%. Siendo sus principales canales de venta o distribución los autoservicios, distribuidores, mayoristas, ventas en línea, tiendas naturistas y exportación.

GRÁFICO 7: VENTAS POR PRODUCTO (MAYO 2023)



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

Así mismo se debe indicar que CARVAGU S.A. apostó a un mayor crecimiento en las ventas del exterior para el año 2023 esperando cerrar con USD 16,00 millones en ventas totales siendo el 25% ventas al exterior.

Los costos de ventas presentaron un comportamiento fluctuante en cuanto a su peso dentro de los ingresos, pues pasaron de significar el 48,12% en 2020, 30,12% en 2021 y 31,76% en diciembre de 2022, mismos que estuvieron conformados principalmente por costos de suministros, materiales y repuestos, entre otros. Estos resultados arrojaron un margen bruto que pasó de 5,88% de los ingresos en diciembre de 2020 a 69,88% en 2021 y un 68,24% en 2022.

Para los periodos interanuales, los costos de ventas disminuyeron su participación sobre los ingresos, pasando de representar el 38,82% en mayo de 2022 a 13,38% en mayo de 2023, lo que generó un margen bruto creciente, (61,18% de los ingresos en mayo de 2022 a un 86,62% en mayo de 2023).

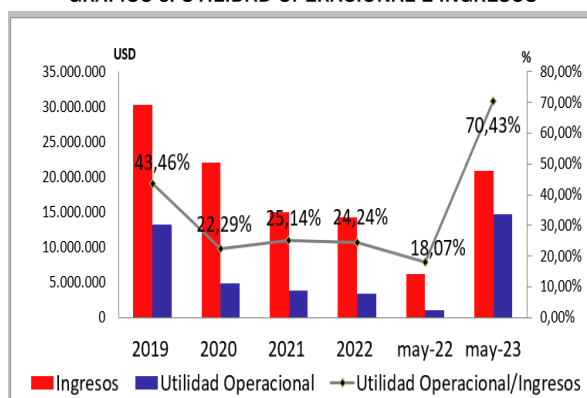
Por su parte, los gastos operacionales que estuvieron compuestos de sueldos y beneficios sociales, honorarios profesionales, publicidad, y otros gastos, representaron el 44,73% de los ingresos en el año 2021 y un 44,00% en el año 2022.

Para mayo de 2023 los gastos operacionales que estuvieron conformados principalmente por sueldos y salarios, comisiones en ventas empleados, servicios, entre otros, representaron el 16,19% de los ingresos, luego de haber significado el 43,11% en mayo de 2022.

Los ingresos ordinarios permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales, generando un margen operativo positivo, que significó el 22,29% de los ingresos en 2020, a un 25,14% en 2021 y un 24,24% en 2022, para este último periodo se registra una contracción (-8,48%) en términos monetarios en el margen operativo debido a la reducción presentada en sus ventas.

Para los periodos interanuales el margen operativo creció de manera significativa pasando de representar un 18,07% de los ingresos en mayo de 2022 a un 70,43% de los ingresos en mayo de 2023, como efecto del registro de un ingreso atípico generado por la venta de unas propiedades de Inversión por USD 15,03 millones.

GRÁFICO 8: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



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

Los gastos financieros, pasaron de representar el 7,72% de los ingresos en 2020 a un 14,44% en diciembre de 2022, comportamiento que está atado al desempeño de sus obligaciones con costo. Para mayo de 2023 los gastos financieros representaron el 2,88% de los ingresos.

Luego de deducir los rubros de gastos financieros, otros ingresos/egresos netos, la participación de trabajadores y el impuesto a la renta, la compañía generó una utilidad neta variable durante el período analizado, pues luego de significar el 7,85% de los ingresos en 2020 pasó a 7,98% para diciembre de 2021 y 4,07% al cierre de 2022.

Para mayo de 2023, la utilidad al final del periodo creció frente a su similar de 2022, pasando de representar el 3,56% de los ingresos a un interesante 48,28%, gracias al registro de mayores ingresos derivados de la venta de unas propiedades de inversión.

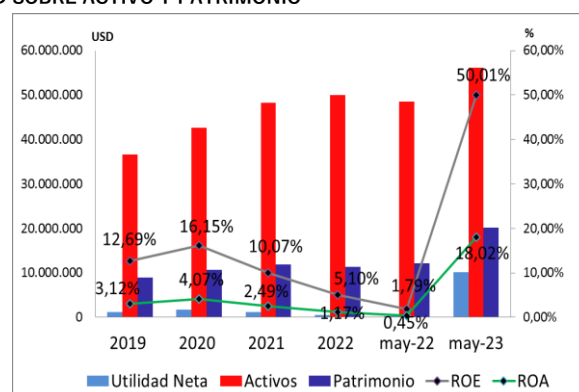
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) fueron positivos, no obstante, presentaron un comportamiento fluctuante durante el período sujeto de análisis, conducta ligada a las variaciones observadas 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.

CUADRO 15 / GRÁFICO 9: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2019	2020	2021	2022
ROA	3,12%	4,07%	2,49%	1,17%
ROE	12,69%	16,15%	10,07%	5,10%

Ítem	may-22	may-23
ROA	0,45%	18,02%
ROE	1,79%	50,01%



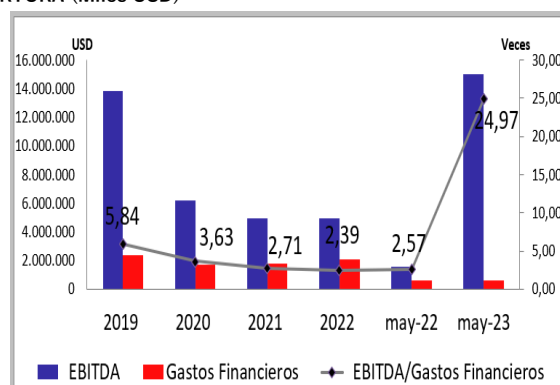
Fuente: CARVAGU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Durante el periodo analizado el EBITDA (acumulado) tuvo un comportamiento fluctuante en su representación sobre los ingresos, significando el 32,71% de los ingresos en el año 2021, 34,51% en 2022 y un 71,85% en mayo de 2023, lo que reflejó la capacidad de generar flujo propio por parte de la compañía, permitiéndole además cubrir de manera adecuada sus gastos financieros.

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

Ítem	2019	2020	2021	2022
EBITDA	13.877	6.185	4.928	4.935
Gastos Financieros	2.375	1.706	1.819	2.066
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	5,84	3,63	2,71	2,39

Ítem	may-22	may-23
EBITDA	1.543	15.044
Gastos Financieros	600	602
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	2,57	24,97



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

Capital Adecuado Activos

Los activos mostraron una tendencia creciente entre los periodos analizados, pasando de USD 48,29 millones en diciembre de 2021 a USD 49,93 millones en el año 2022 y USD 56,11 millones en mayo de 2023, como efecto del aumento en sus inventarios⁵⁸. 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 que en diciembre de 2022 representaron el 75,02% de los activos y 84,49% en mayo de 2023, para este último período estuvieron representados mayormente por inventarios con el 43,54% del total de activos (44,54% en diciembre de 2022), seguida de sus cuentas por cobrar a relacionadas⁵⁹ con el 15,29% (16,34% al cierre de 2022), cuentas por cobrar clientes con el 10,70% (9,53% en diciembre de 2022), efectivo y equivalentes de efectivo con el 10,94% (3,33% en diciembre de 2022) y anticipo a proveedores con un 3,98% (0,94% a diciembre de 2022), 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 en el exterior.

Adicionalmente, se debe indicar que, las provisiones para cuentas incobrables disminuyeron en un 93,68% entre mayo de 2023 y diciembre de 2022, pues en el mes de mayo la compañía castigó cartera comercial (saldos incobrables del año 2019-2020), utilizando la provisión que venía acumulando con el objetivo de limpiar la cartera (recomendación realizada por la firma auditora BDO).

Los activos no corrientes representaron el 24,98% de los activos totales en diciembre de 2022, mientras que para mayo de 2023 significaron el 15,51%, siendo sus cuentas más relevantes para este último periodo, propiedad, planta y equipo, (conformada en su gran mayoría por edificios, instalaciones, maquinaria y equipos y construcciones en curso) con el 7,85% de los activos (8,92% a diciembre 2022), le sigue la cuenta propiedades de inversión⁶⁰ que corresponde a terrenos ubicados en Mucho Lote y Chongon, con el 4,41% de los activos (14,71% a diciembre 2022) y activos por derecho de uso⁶¹ con el 2,35% del total de activos (0,12% a diciembre de 2022) que corresponde a las oficinas administrativas en Quito.

⁵⁸ Según informe de auditoría externa al 31 de diciembre de 2022, la Compañía castigó inventarios de productos terminados por un monto en agregado de USD 163,117 (USD 293,935 en el 2021) debido a su fecha de caducidad. Tales reducciones se presentan en el costo de ventas.

⁵⁹ 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.

⁶⁰ La cuenta Propiedades de Inversión disminuye en 66,29% entre mayo de 2023 y diciembre de 2022 debido a la venta de los solares que fueron vendidos en febrero de 2023 a HOMECENTER.

⁶¹ Entre mayo de 2023 y diciembre de 2022 la cuenta de activos por derecho de uso se incrementó en más de 2000% 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).

Pasivos

Los pasivos pasaron de financiar el 75,29% de los activos en el 2021, a 77,14% en 2022 y 63,98% en mayo de 2023, en donde su cuenta más relevante fue la deuda financiera, que para este último periodo financió el 41,18% de los activos (55,45% en diciembre de 2022).

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 43,44% en diciembre de 2022 y el 38,30% de los activos en mayo de 2023, siendo la cuenta más representativa para este último periodo, las cuentas por pagar relacionadas de LP⁶² con el 14,76% de los activos (16,58% de los activos en diciembre de 2022), le sigue prestamos con instituciones financieras que participaron con el 12,45% de los activos (14,37% en diciembre de 2022), y las obligaciones con el mercado de valores con el 10,25% de los activos (11,52% en diciembre de 2022).

Los pasivos corrientes por su parte financiaron el 33,70% de los activos en diciembre de 2022 y el 25,68% de los activos en mayo de 2023, en donde las obligaciones bancarias⁶³ de corto plazo constituyen la cuenta contable más representativa, financiando el 10,90% de los activos totales (21,05% diciembre de 2022), seguido de las obligaciones con el mercado de valores con el 7,57% de los activos (8,51% a diciembre de 2022).

La deuda financiera de la Compañía estuvo conformada por obligaciones adquiridas con el Sistema Financiero y el Mercado de Valores al 31 de mayo de 2023, su saldo cerró en USD 23,11 millones (41,18% frente al activo). Se debe indicar que la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio fue de 64,36% y 114,30% respectivamente a la misma fecha.

Patrimonio

El patrimonio financió un 22,86% de los activos en diciembre de 2022 y un 36,02% en mayo de 2023, determinando que las cuentas que primaron dentro del financiamiento de los activos para este último periodo fueron la utilidad del ejercicio, con el 18,02% de los activos (1,17% en diciembre de 2022) y ganancias acumuladas con el 12,15% (15,22% en diciembre de 2022).

Se debe indicar que el capital social no mostró ninguna variación en términos monetarios, durante el periodo analizado (USD 2,10 millones), y financió el 3,74% de los activos en mayo de 2023 (4,21% en diciembre de 2022).

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 adecuados durante los periodos analizados, ubicándose por encima de la unidad, lo que demuestra la paridad que existe entre los activos a corto plazo con los pasivos del mismo tipo. Esto derivó además en un capital de trabajo positivo que significó el 41,32% de los activos en diciembre de 2022 y el 58,81% de los activos en mayo de 2023.

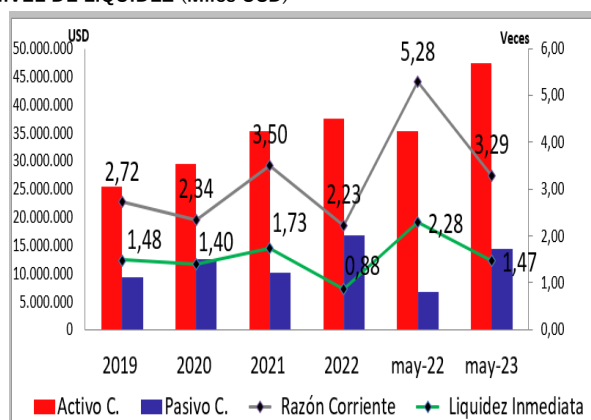
⁶² Según informe de auditoría externa al 31 de diciembre de 2022, estos saldos corresponden principalmente a valores por pagar a largo plazo al Sr. Calor Valarezo Guzman – Presidente, por el concepto de la venta de la marca HEPALIVE a Grupofarma del Ecuador S.A por un total de USD 7.797.934.

⁶³ Según informe de auditoría externa al 31 de diciembre de 2022, estos préstamos están garantizados con propiedades del presidente de la Compañía, planta productora y el Centro de Distribución Nacional.

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

Ítem	2019	2020	2021	dic-22
Activo Corriente	25.381	29.561	35.246	37.456
Pasivo Corriente	9.343	12.619	10.060	16.826
Razón Circulante (veces)	2,72	2,34	3,50	2,23
Liquidez Inmediata (veces)	1,48	1,40	1,73	0,88

Ítem	may-22	may-23
Activo Corriente	35.369	47.408
Pasivo Corriente	6.701	14.408
Razón Circulante (veces)	5,28	3,29
Liquidez Inmediata (veces)	2,28	1,47



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

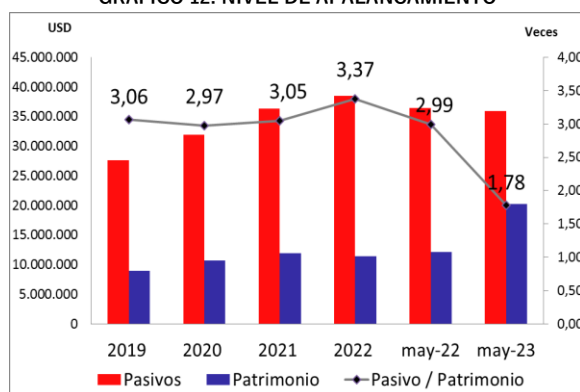
Indicadores de Eficiencia

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 290 días en diciembre de 2022 (271 días en diciembre de 2021). Por otro lado, al considerar los días de inventario, el desfase crece a aproximadamente a 2.077 días en 2022 (1.691 días en diciembre de 2021), 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 la unidad a lo largo de los ejercicios económicos analizados lo que evidencia que la compañía privilegia el financiamiento de su operación con recursos de terceros.

GRÁFICO 12: NIVEL DE APALANCAMIENTO



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 7,80 años en diciembre de 2022 y 1,95 años en mayo de 2023. Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado), refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 5,61 años a diciembre de 2022 y 1,25 años en mayo de 2023.

Contingentes

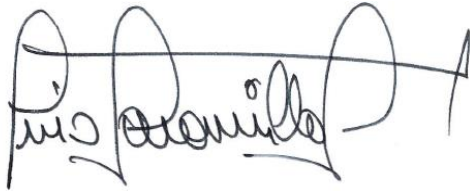
Al 31 de mayo de 2023, CARVAGU S.A., mantiene varias obligaciones como codeudor en el sistema financiero, cuyo monto en total representa el 11,66% de sus activos.

Liquidez de los instrumentos

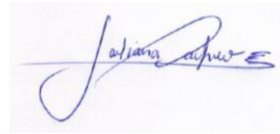
Situación del Mercado Bursátil⁶⁴

Hasta el 13 de julio de 2023, el Mercado de Valores autorizó 30 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 16 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y los 14 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 185,50 millones, valor que representó 32,42% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 572,26 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 50,50%, mientras que las titularizaciones representaron el 17,08%.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL



Ing. Juliana Pacheco
Analista

⁶⁴ <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2019	2020	2021	may-22	2022	may-23
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.592.363	4.688.679	3.376.716	3.072.681	1.662.443	6.137.468
Cuentas por cobrar, Clientes y Relacionados	12.134.012	12.772.363	13.538.453	6.995.611	12.918.160	14.583.201
Provisión cuentas incobrables	(278.011)	(264.406)	(270.179)	(269.557)	(278.566)	(17.616)
Inventarios	9.709.856	11.688.305	17.658.096	19.666.813	22.237.679	24.433.300
Otros Activos Corrientes	2.222.679	675.627	942.841	5.903.332	916.473	2.271.805
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	25.380.899	29.560.568	35.245.927	35.368.881	37.456.189	47.408.159
Propiedad, planta y equipo neto	5.771.832	4.820.152	4.376.350	4.678.319	4.453.103	4.404.226
Otros Activos No Corrientes	5.414.209	8.247.496	8.671.816	8.491.860	8.017.702	4.299.863
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	11.186.041	13.067.648	13.048.166	13.170.179	12.470.805	8.704.089
TOTAL ACTIVOS	36.566.940	42.628.216	48.294.093	48.539.060	49.926.994	56.112.248
PASIVOS						
Préstamos Instituciones financieras	4.606.337	8.188.789	5.887.181	4.586.276	10.511.223	6.117.972
Obligaciones Mercado de Valores	-	-	-	-	4.250.000	4.250.000
Proveedores locales y del exterior	2.034.600	450.074	706.846	700.745	494.584	1.744.031
Otros Pasivos Corrientes	2.702.029	3.980.110	3.466.422	1.414.354	1.570.253	2.296.146
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	9.342.966	12.618.973	10.060.449	6.701.375	16.826.060	14.408.148
Préstamos Instituciones financieras	7.547.681	9.397.168	9.597.841	10.368.147	7.174.575	6.987.164
Cuentas por pagar relacionada LP	2.482.746	9.259.428	8.624.428	8.408.014	8.280.347	8.280.347
Otros Pasivos No Corrientes	8.193.615	619.392	8.075.855	10.907.861	6.233.063	6.222.341
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	18.224.042	19.275.988	26.298.124	29.684.022	21.687.985	21.489.852
Deuda Financiera	12.154.018	17.585.957	23.085.022	24.954.423	27.685.798	23.105.136
Deuda Financiera C/P	4.606.337	8.188.789	5.887.181	4.586.276	14.761.223	10.367.972
Deuda Financiera L/P	7.547.681	9.397.168	17.197.841	20.368.147	12.924.575	12.737.164
TOTAL PASIVOS	27.567.008	31.894.961	36.358.573	36.385.397	38.514.045	35.898.000
PATRIMONIO						
Capital Social	2.100.000	2.100.000	2.100.000	2.100.000	2.100.000	2.100.000
Reserva Legal	2.144.478	832.673	1.006.005	2.438.038	1.130.311	1.188.538
Ganancias y Perdidas acumuladas	3.613.269	6.067.259	7.627.249	7.397.484	7.600.374	6.816.684
Utilidad/Perdida neta del ejercicio	1.142.185	1.733.323	1.202.266	218.141	582.264	10.109.026
TOTAL PATRIMONIO	8.999.932	10.733.255	11.935.520	12.153.662	11.412.949	20.214.247

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

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2019	2020	2021	may-22	dic-22	may-23
Ventas	30.301.539	22.090.304	15.063.756	6.130.833	14.301.228	20.938.036
Costo de ventas	7.014.252	10.630.438	4.537.919	2.379.928	4.542.094	2.801.040
MARGEN BRUTO	23.287.287	11.459.866	10.525.837	3.750.905	9.759.134	18.136.996
Total Gastos Operacionales	10.118.446	6.536.482	6.738.604	2.642.958	6.292.985	3.389.883
UTILIDAD OPERACIONAL	13.168.841	4.923.384	3.787.233	1.107.947	3.466.149	14.747.113
Gastos Financieros	2.375.314	1.705.853	1.819.398	600.454	2.065.677	602.488
Otros ingresos / egresos netos	(7.813.564)	(119.617)	(193.617)	(289.352)	(256.937)	(4.035.600)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	2.979.963	3.097.914	1.774.218	218.141	1.143.535	10.109.026
15% participación de trabajadores	(446.994)	(464.687)	(266.133)	0	0	0
Impuesto a la Renta	(1.390.784)	(899.904)	(305.819)	0	(561.271)	0
UTILIDAD/PERDIDA NETA DEL EJERCICIO	1.142.185	1.733.323	1.202.266	218.141	582.264	10.109.026

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

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2019	2020	2021	may-22	2022	may-23
Gastos Operacionales / Ingresos	33,39%	29,59%	44,73%	43,11%	44,00%	16,19%
Utilidad Operacional / Ingresos	43,46%	22,29%	25,14%	18,07%	24,24%	70,43%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	3,77%	7,85%	7,98%	3,56%	4,07%	48,28%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	1152,95%	284,04%	315,01%	507,90%	595,29%	145,88%
Utilidad / capital permanente	9,69%	14,06%	5,92%	2,10%	3,60%	151,39%
Utilidad Operativa / capital permanente	111,71%	39,93%	18,65%	10,68%	21,46%	220,85%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	-684,09%	-6,90%	-16,10%	-132,64%	-44,13%	-39,92%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	207,96%	98,42%	151,33%	275,26%	354,77%	5,96%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	12,69%	16,15%	10,07%	1,79%	5,10%	50,01%
Rentabilidad sobre Activos	3,12%	4,07%	2,49%	0,45%	1,17%	18,02%
Utilidad operacional / activos operacionales	57,23%	18,90%	12,56%	8,18%	10,56%	86,41%
Resultados operativos medidos / activos totales	36,01%	11,55%	7,84%	5,48%	6,94%	63,08%
Liquidez						
Razón Corriente	2,72	2,34	3,50	5,28	2,23	3,29
Liquidez Inmediata	1,48	1,40	1,73	2,28	0,88	1,47
Capital de Trabajo	16.037.933	16.941.595	25.185.478	28.667.506	20.630.129	33.000.011
Capital de Trabajo / Activos Totales	43,86%	39,74%	52,15%	59,06%	41,32%	58,81%
Cobertura						
EBITDA	13.876.699	6.184.592	4.927.728	1.542.904	4.935.383	15.044.145
EBITDA anualizado	13.876.699	6.184.592	4.927.728	3.702.971	4.935.383	18.436.624
Ingresos	30.301.539	22.090.304	15.063.756	6.130.833	14.301.228	20.938.036
Gastos Financieros	2.375.314	1.705.853	1.819.398	600.454	2.065.677	602.488
EBITDA / Ingresos	45,80%	28,00%	32,71%	25,17%	34,51%	71,85%
EBITDA/Gastos Financieros	5,84	3,63	2,71	2,57	2,39	24,97
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	1,08	0,28	0,16	0,04	0,13	0,64
EBITDA / Deuda total	1,14	0,35	0,21	0,06	0,18	0,65
Flujo libre de caja / deuda total	0,13	0,39	0,26	0,26	0,59	0,76
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	8,24	2,44	27,63	6,66	7,33	6,48
Gastos de Capital / Depreciación	2,38	2,02	0,16	1,28	0,64	9,58
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	3,06	2,97	3,05	2,99	3,37	1,78
Activo Total / Capital Social	17,41	20,30	23,00	23,11	23,77	26,72
Pasivo Total / Capital Social	13,13	15,19	17,31	17,33	18,34	17,09
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	0,88	2,84	4,68	6,74	5,61	1,25
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	1,99	5,16	7,38	9,83	7,80	1,95
Deuda Financiera / Pasivo	44,09%	55,14%	63,49%	68,58%	71,88%	64,36%
Deuda Financiera / Patrimonio	135,05%	163,85%	193,41%	205,32%	242,58%	114,30%
Pasivo Total / Activo Total	75,39%	74,82%	75,29%	74,96%	77,14%	63,98%
Capital Social / Activo Total	5,74%	4,93%	4,35%	4,33%	4,21%	3,74%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	37,90%	46,56%	25,50%	18,38%	53,32%	44,87%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	24,61%	25,18%	24,71%	25,04%	22,86%	36,02%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	146	211	328	172	330	105
Duración de Existencias (días)	505	401	1.420	1.248	1.787	1.317
Plazo de Proveedores	106	15	57	44	40	94

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