CALIFICACIÓN SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES
CARVAGU S.A.

Corporativos
14 de octubre de 2021

CALIFICACIÓN:

Primera Emisión de Obligaciones	AA
Tendencia	(+)
Acción de calificación	Inicial
Metodología	Valores de deuda
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

CONTACTO
Mariana Ávila
Gerente de Análisis
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para la Segunda Emisión de Obligaciones de CARVAGU S.A. en comité No. 280-2021, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 14 de octubre de 2021; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2018, 2019 y 2020, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha agosto de 2021. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas el 7 de septiembre de 2021 por un monto de hasta USD 10.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector manufacturero es el principal sector de la economía, con mayores aportaciones al PIB total del Ecuador. Ha existido mucho incentivo gubernamental para el desarrollo de este sector y del mercado al que se dirige. Durante 2021 el plan de vacunación avanzó a un ritmo acelerado y ha empezado el proceso de reactivación económica, con menores trabas a la circulación y una menor limitación en los aforos. Se espera un mayor dinamismo del sector en lo que queda de 2021 y para periodos futuros. La compañía se sitúa en un sub- sector que se vio favorecido por la emergencia sanitaria al concentrar sus productos en medicina natural y productos preventivos. CARVAGU S.A. está posicionada como una de las compañías líderes en su sector, con una cuota de mercado importante. Esta participación varía de acuerdo con el tipo de producto. La compañía ha orientado su estrategia a mercados internacionales, donde cada año incrementa el monto de exportaciones.
- CARVAGU S.A. es una compañía familiar con amplia trayectoria y experiencia en el mercado que es el eje principal de un grupo de empresas relacionadas entre sí con las que mantiene transacciones comerciales y de naturaleza crediticia. No tiene implementadas prácticas de Buen Gobierno Corporativo y no cuenta con un Directorio estatutario ni como grupo ni como empresa.
- La compañía mostró una cobertura de EBITDA sobre gastos financieros con valores superiores a la unidad. Mantiene cobertura adecuada sobre la deuda con costo de corto plazo, y los años de pago con EBITDA y años de pago con flujo libre de efectivo reflejan una solvencia adecuada. La compañía mantuvo un rendimiento sobre patrimonio y activos que se compara de manera favorable frente a inversiones alternativas de menor riesgo.
- Hasta diciembre de 2020 CARVAGU S.A. mantuvo un Flujo Libre de Efectivo positivo. Sin embargo, éste fue negativo para agosto 2021 situación que se estima permanecerá igual hasta diciembre de 2021 motivada por la baja rotación existente de inventarios y por la disminución de las cuentas por pagar. La compañía mantiene un descalce de sus flujos de operación al ser los días de cobro superiores a los días de pago, lo que presiona a buscar fuentes alternativas de fondeo. La necesidad operativa de fondos incrementó durante 2021 por mayores cuentas por cobrar relacionadas por préstamos otorgados a las empresas del grupo.
- La Emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y está amparada por garantía general. Mantiene resguardos adicionales que limitan el reparto de dividendos hasta por el 20% de los resultados del año anterior y se comprometen a no disminuir la cuenta por pagar con el accionista mayoritario, durante la vigencia de la emisión. Una vez que se apruebe la emisión, se constituirá una fianza solidaria por parte del accionista Carlos Julio Valarezo Guzmán, por un valor de USD 5 millones.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

CARVAGU S.A. se dedica a la fabricación y venta de medicamentos y otros productos de origen natural. La compañía comercializa los productos con la marca "*Nature´s Garden*", los que son distribuidos en farmacias, grandes cadenas de supermercados, micro mercados y autoservicios a nivel nacional. Los ingresos de la compañía se mantuvieron alrededor de los USD 20,5 millones durante el periodo de estudio 2018- 2020 siendo este último año el de mayores ventas alcanzando los USD 22,09 millones, impulsado por la crisis sanitaria derivada del Covid 19 y la prevención y cuidado que tuvo la población en general para combatir al virus.

La compañía dentro de su planificación estratégica busca consolidar nuevos mercados internacionales en su portafolio de ventas. Actualmente mantiene presencia en Panamá, Bolivia, Perú, El Salvador y Guatemala, a través de representantes exclusivos de *Nature´s Garden*. Hasta agosto 2021 ya superó el monto de exportaciones registrado durante 2020, denotando la concreción del enfoque estratégico de la compañía.

Hasta agosto 2021 las ventas registraron una reducción del 39%, valor que se atribuyó a menores ventas a las cadenas de farmacias por efecto de la vacunación progresiva de la población y a la menor demanda de productos preventivos. El costo de ventas de la compañía presentó una participación promedio sobre las ventas del 48% durante el periodo 2018- 2020 con un comportamiento decreciente como respuesta a eficiencias obtenidas derivadas de un mayor control interno, así también como a la composición de las ventas, donde existen líneas de productos que aportan un mayor margen de contribución. Un factor que se debe destacar es que al aumentar las exportaciones el margen de contribución mejora debido a mejores precios de venta al exterior.

El EBITDA mantuvo un comportamiento creciente durante el periodo analizado, siendo mayor tanto en valores monetarios como en su participación sobre las ventas año tras año hasta diciembre 2020. La cobertura que ofreció el EBITDA sobre los gastos financieros y sobre la deuda con costo de corto plazo fue satisfactoria. A agosto de 2021 se mantuvo la participación relativa del EBITDA sobre las ventas; sin embargo, en términos reales el monto fue menor coherente con la caída en ventas y su consiguiente impacto en los resultados operativos. La compañía mantiene años de pago con EBITDA y con flujo libre aceptables de acuerdo con los vencimientos de la deuda que se encuentran entre 1 y 5 años.

A pesar de las fluctuaciones en las ventas, costos y gastos de la compañía, los resultados siempre se han mantenido positivos, incluso ante escenarios menos favorables y situaciones de estrés. Los resultados mantuvieron una mayor representatividad sobre los ingresos.

Históricamente, la compañía ha tenido una estructura de capital estable con un financiamiento del 75% de los activos de la compañía a través de recursos de terceros. Las principales alternativas de fondeo en orden de importancia lo constituyeron: entidades financieras, cuentas por pagar relacionadas y proveedores Como consecuencia el apalancamiento se ha mantenido en niveles de 3 desde 2018 hasta agosto 2021.

La compañía históricamente ha incrementado la concentración en obligaciones con costo de corto plazo. Este comportamiento viene atado a la mayor necesidad operativa de fondos, principalmente de acuerdo con el incremento en la cartera comercial y en la baja rotación de inventarios durante los últimos años. La necesidad operativa de fondos fue creciente durante los últimos tres años y alcanzó el valor máximo en agosto 2021, de acuerdo con las mayores cuentas por cobrar relacionadas, principalmente con Frabba S.A. e Inmobiliaria del Rio S.A. por concepto de préstamos otorgados.

El comportamiento comentado influyó en un mayor servicio de la deuda entre 2017 y 2019, el que se vio compensado con el excedente de caja presente en 2020. A pesar del incremento constante en las obligaciones financieras, la compañía mantiene un perfil de vencimientos de la deuda conveniente, principalmente por el préstamo otorgado por la CFN con vencimiento hasta el año 2033. Sin embargo, la compañía debe hacer frente a obligaciones de corto plazo con Banco del Pichincha C.A. y Produbanco S.A. por montos considerables, los que se espera reestructurar mediante la nueva emisión de obligaciones.

RESULTADOS E INDICADORES	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGO 2020	AGO 2021
	REAL			PROYECTADO						INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	20.910	17.374	22.090	19.881	20.478	21.092	21.725	22.377	23.048	18.025	10.985
Utilidad operativa (miles USD)	2.980	1.783	4.923	3.640	3.689	3.736	3.781	3.825	3.866	3.885	2.313
Utilidad neta (miles USD)	767	1.269	1.733	934	1.151	1.217	1.195	1.269	1.354	2.885	932
EBITDA (miles USD)	3.629	2.604	6.176	4.893	4.941	4.989	5.034	5.078	5.119	4.281	2.954
Deuda neta (miles USD)	6.327	10.536	12.897	21.271	14.297	13.122	11.940	10.670	9.307	11.764	18.594
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	3.714	(16.019)	2.337	(7.302)	7.635	1.836	1.843	1.932	2.023	937	(4.857)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	4.381	13.670	16.348	21.929	16.495	16.990	17.499	18.024	18.565	15.975	18.534
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	4.500	4.777	1.624	8.409	5.933	5.165	5.688	4.550	4.277	4.810	4.291
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,81	0,55	3,80	0,58	0,83	0,97	0,88	1,12	1,20	1,34	1,03
Capital de trabajo (miles USD)	(1.032)	16.038	16.942	24.845	21.357	20.737	22.454	23.432	24.390	17.958	19.856

RESULTADOS E INDICADORES	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGO 2020	AGO 2021
	REAL			PROYECTADO						INTERANUAL	
ROE	9,92%	14,10%	16,15%	8,01%	8,98%	8,67%	7,85%	7,69%	7,58%	36,41%	11,98%
Apalancamiento	2,92	3,06	2,97	3,07	2,27	1,94	1,72	1,51	1,32	2,26	2,85

Fuente: CARVAGU S.A.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Para 2021 y probablemente fruto de la vacunación masiva, la población disminuyó la demanda de productos preventivos naturales y a agosto existió una disminución en el nivel de ingresos del 39%. Por esta razón, para el cierre del año y bajo un escenario conservador se estima un decrecimiento del 10% en el nivel de ventas. Conforme la economía se vaya reactivando y retomando los niveles de operación normal, se esperan crecimientos ralentizados del año 2022 en delante de 3%. Para 2021 y fruto de un enfoque mayor en el mercado internacional la participación del costo disminuyó hasta alcanzar el 40,80%, lo que ocasionó un incremento en los márgenes de la compañía. Bajo un escenario conservador se prevé una participación del costo de 42,50% para periodos posteriores.

Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas manteniendo su estructura flexible y variable, en función del comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a las deudas con costo, tanto proveniente de entidades bancarias como del Mercado de Valores.

Se prevé que la empresa tenga una generación de EBITDA constantemente creciente, la que cubriría los gastos financieros para la totalidad de los periodos proyectados y las obligaciones de corto plazo que mantenga la compañía. Se proyecta que los años de pago con EBITDA disminuyan en rangos menores a 4 años, lo que se considera aceptable. No obstante, la proyección de un flujo de efectivo libre negativo para finales de 2021, para el periodo proyectado se estima que las cuentas por cobrar relacionadas se mantengan en valores constantes a los presentados hasta agosto sin presionar el flujo lo que generaría un flujo de efectivo suficiente para cubrir el servicio de la deuda. La cobertura del servicio de la deuda se proyecta creciente, presentando valores mayores a la unidad para periodos futuros tal como ha sido históricamente.

Con estas premisas se proyectan resultados positivos para todos los años con la utilidad neta representado alrededor del 5% de las ventas generadas, escenario conservador al compararlo con el desempeño de los últimos periodos históricos. Los retornos sobre el patrimonio (ROE) y sobre activos (ROA) se proyectan aceptable frente a inversiones alternativas de menor riesgo, incluso bajo escenarios de estrés.

Se estima que la cartera se mantendrá en valores constantes para el año 2021 con 97 días de cartera para el periodo proyectado, coherente con el histórico, comportamiento dado por la composición de clientes que posee la compañía, los que tienen un poder de negociación alto y fijan términos de pago mínimos.

La compañía mantiene un alto stock de mercadería terminada, se proyectan 720 días de inventarios para 2021 (732 días a agosto 2021), los que se estabilizarían en 468 días para años posteriores. Se mantendría un bajo apalancamiento de proveedores, proyectándose 14 días de pago para los siguientes años, situación que ya se refleja a agosto de 2021 (9 días de pago).

Para periodos futuros se estima que el índice de liquidez se incremente de acuerdo con la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones y la consecuente reestructuración de pasivos a lo que se agrega el alto nivel de inventarios y la permanencia de la cartera relacionada en el corto plazo a pesar de su continua refinanciación.

El apalancamiento que mantiene la compañía se encuentra en valores de 3 durante los últimos periodos y se espera disminuya progresivamente en periodos futuros, producto de resultados acumulados en cuentas patrimoniales. La emisión bajo análisis no incrementa el apalancamiento de manera significativa debido a que el 70% de los recursos captados se destinará a la refinanciación de pasivos.

FACTORES ADICIONALES

La estrategia de CARVAGU S.A. centrada en un incremento progresivo de las ventas al exterior tiene como limitante las diversas barreras a la importación de los países, especialmente en lo que se refiere a productos de la naturaleza de los de la empresa. En este sentido la compañía ha sido muy activa en conseguir los permisos correspondientes pero las exportaciones a nuevos mercados deberán someterse a este tipo de demoras que pueden ser significativas.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede colapsar todo el funcionamiento del mecanismo. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquiera de las empresas afectaría los flujos de la compañía. El riesgo de una cadena de impago se incrementó fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real producto de la pandemia, fenómeno que ha cedido de manera importante. Por otra parte, la inestabilidad política es otro factor a considerar. La compañía mitiga el riesgo porque en su gran mayoría cadenas de comercialización importantes en el país.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de CARVAGUN S.A. lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de ventas con condiciones preestablecidas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar *back up* por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la perdida de la información.
- El ingreso de potenciales productos importados con similares características y menores precios, al igual que el surgimiento de nuevos competidores en el mercado local y por ende reducción del mercado objetivo, podría afectar al nivel de ventas.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados:

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son principalmente inventarios y cuentas por cobrar comerciales, loa que pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía al ser éstos el 30,42% del total de activos. El riesgo se mitiga a través de pólizas de seguros que mantienen sobre los activos con Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene, así como la trayectoria de buena relación comercial, considerando que los principales clientes son las principales cadenas nacionales.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene CARVAGU S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 10,22 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar a compañías relacionadas corresponden al 34,61% del total de los activos que respaldan la Emisión y el 22,72% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión es representativo si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, existiría un efecto negativo en los flujos de la empresa.

INSTRUMENTO

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	A B C	USD 10.000.000	1.080 días 1.440 días 1.800 días	6,00% 6,50% 7,00%	Semestral, 1 año de gracia	Semestral Semestral Semestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Destino de los recursos	Los recursos captados se destinarán en un 70% para la cancelación de pasivos con costo reduciendo cargas financieras, y con el 30% restante, 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.					
Estructurador financiero	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE)					
Representantes de obligacionistas	Valoraciones Técnicas S.A.					
Resguardos	▪ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ▪ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ▪ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación. En una razón mayor o igual a 1,25.					
Límite de endeudamiento	▪ Mantener durante el periodo de vigencia de la emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos de la empresa, todo esto en defensa de los intereses de los obligacionistas.					
Resguardos adicionales	▪ Limitar la distribución de dividendos hasta por el 20% del ejercicio del año anterior. ▪ No disminuir la cuenta por pagar con el accionista Carlos Julio Valarezo Guzmán, durante la vigencia de la emisión. ▪ Toda vez que se apruebe la emisión, constituir una fianza solidaria por parte del accionista Carlos Julio Valarezo Guzmán, por un valor de USD 5 millones					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El Informe de Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones de CARVAGU S.A. ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Firmado electrónicamente por:
HERNAN ENRIQUE LOPEZ AGUIRRE

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General

PERFIL EXTERNO

ENTORNO MACROECONÓMICO

DESEMPEÑO ECONÓMICO: EXPECTATIVAS DE RECUPERACIÓN

La economía mundial presentó una contracción sin precedentes en 2020 como resultado de la emergencia sanitaria y de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. No obstante, la caída al cierre del año fue menor a la esperada debido a las políticas de alivio implementadas por ciertos gobiernos, que limitaron el efecto económico de la pandemia, y a la mejora en el desempeño productivo durante el segundo semestre del año, atada al levantamiento de cuarentenas y a la capacidad de adaptación de las economías a la nueva normalidad[1]. La crisis sanitaria generó efectos adversos y desiguales entre las economías avanzadas y en desarrollo, con mayor impacto sobre aquellas dependientes del turismo, exportadoras de commodities y con una capacidad de respuesta limitada por el estrecho margen fiscal. Asimismo, los efectos más adversos se evidenciaron sobre los pobres, los jóvenes desempleados, aquellos con empleos informales, y los sectores con mayor dependencia de las interacciones y el contacto humano.

La economía mundial ganó fuerza durante el primer semestre de 2021, principalmente en las economías avanzadas que gozaron de un importante apoyo fiscal y de un significativo avance en los programas de vacunación que limitaron la propagación del virus. No obstante, ciertas economías emergentes, en donde el acceso a las vacunas es limitado, todavía sufren de fuertes brotes de Covid-19 con cepas más agresivas, lo que limita la reactivación económica. No obstante, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) mejoraron las proyecciones de crecimiento mundial para 2021, debido a las expectativas económicas en las economías avanzadas y la velocidad de los programas de vacunación[2]. La recuperación variará significativamente entre países, según el acceso a intervenciones médicas, la efectividad de políticas implementadas, las condiciones estructurales con las que enfrentaron la crisis, el grado de incremento en la desigualdad de ingresos y en los niveles de pobreza, la velocidad de vacunación, entre otros factores. Existe amplia incertidumbre sobre los pronósticos de crecimiento y su durabilidad, atada a la posible evolución de la pandemia y sus efectos económicos de mediano y largo plazo.

CRECIMIENTO ECONÓMICO	FUENTE	2017	2018	2019	2020	2021	2022
			REAL		ESTIMADO	PROYECTADO	
Economía mundial	FMI	3,81%	3,51%	2,80%	-3,27%	6,03%	4,42%
	Banco Mundial	3,30%	3,20%	2,50%	-3,50%	5,60%	4,30%
Economías avanzadas	FMI	2,53%	2,24%	1,65%	-4,71%	5,14%	3,63%
	Banco Mundial	2,50%	2,30%	1,60%	-4,70%	5,40%	4,00%
Economías emergentes	FMI	4,82%	4,48%	3,66%	-2,20%	6,67%	4,98%
	Banco Mundial	4,50%	4,60%	3,80%	-1,70%	6,00%	4,70%
América Latina	FMI	1,35%	1,06%	0,03%	-7,01%	4,62%	3,10%
	Banco Mundial	1,90%	1,80%	0,90%	-6,50%	5,20%	2,90%
Ecuador	FMI	2,37%	1,29%	0,01%	-7,50%	2,50%	1,30%
	Banco Mundial	2,40%	1,30%	0,10%	-7,80%	3,40%	1,40%
	BCE	2,37%	1,29%	0,01%	-7,75%	2,75%	-
Ecuador PIB Nominal (millones USD)	BCE	104.296	107.562	107.436	98.808	102.561	-
Ecuador PIB Real (millones USD)	BCE	70.956	71.871	71.879	66.308	68.135	-

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial, Banco Central del Ecuador (BCE).

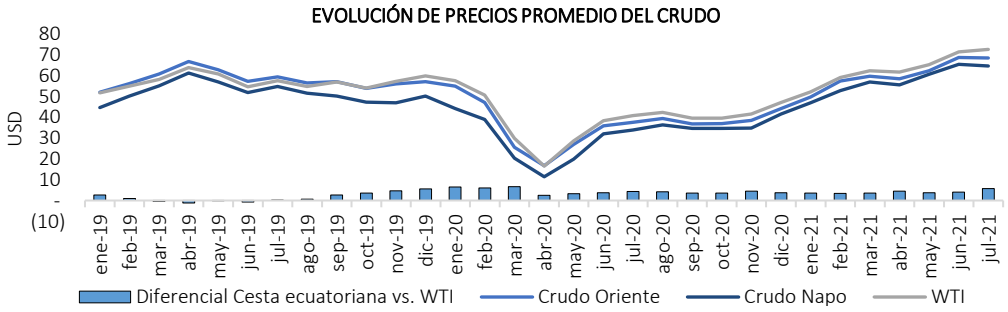
América Latina y el Caribe fue la región más afectada durante 2020 ya que afrontó la pandemia desde una posición débil[3], con un desempeño económico deficiente durante los últimos cinco años. Las medidas para controlar la propagación del virus, la aversión al riesgo entre hogares y empresas y los efectos indirectos de la recesión económica mundial contrajeron fuertemente el PIB de la región. Adicionalmente, las deficiencias en los sistemas de salud y los niveles de informalidad agravaron los brotes de la pandemia. No obstante, la caída en la economía regional fue inferior a la prevista, debido al aumento en las exportaciones tras el repunte de la manufactura mundial. Las perspectivas económicas para 2021 consideran una recuperación leve y de velocidades variadas entre los países de la región, fundamentada en la mejora de las exportaciones, el progreso moderado en la vacunación y el levantamiento de restricciones de movilidad. Sin embargo, la recuperación no será suficiente para alcanzar los niveles previos a la pandemia[2]. Factores como disturbios sociales, propagación de nuevas cepas del virus y programas de vacunación más lentos a lo esperado podrían deteriorar el crecimiento económico en la región.

[1] Fondo Monetario Internacional. (2021, abril). *World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries.* Washington D.C.
[2] Banco Mundial (2021, junio). *Global Economic Prospects.* Washington D.C.
[3] Comisión Económica Para América Latina y El Caribe. (2020, marzo). *Informe Especial Covid-19, América Latina y El Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales.*

La economía ecuatoriana decreció a partir de 2019 por aspectos como la consolidación fiscal, el compromiso de ajuste ante el FMI y los disturbios sociales[4]. Al cierre de 2020 Ecuador decreció en 7,75%, debido a los efectos de la pandemia, que contrajeron los niveles de inversión en 11,91% y redujeron el consumo de los hogares en 6,99%. Además, la crisis fiscal que afronta el país, incluso desde antes de la emergencia sanitaria, limitó la capacidad de respuesta del Gobierno y redujo el gasto público en 6,12%. Durante el primer trimestre de 2021 el PIB nacional cayó en 5,57% frente al mismo periodo de 2020; esta caída es la más baja desde el inicio de la pandemia y responde, en parte, a una reducción de USD 617 millones en las ventas locales durante el mismo periodo. Las previsiones de multilaterales y del Banco Central del Ecuador (BCE) coinciden en que la economía presentará una recuperación en 2021, en función de la mejora en el consumo y la inversión, pero no alcanzará los niveles previos a la crisis sanitaria. Las proyecciones señalan que la economía ecuatoriana será la de menor crecimiento de la región, sin contar Venezuela[1,2]. No obstante, la velocidad del plan de vacunación, que se fijó como objetivo prioritario del nuevo Gobierno, se ha convertido en la base de la reactivación económica y podría impulsar el crecimiento del país por encima de las estimaciones.

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO

El desempeño de la economía ecuatoriana es altamente dependiente del petróleo, por lo cual, cuando sus precios en mercados internacionales y los niveles de producción son adecuados, la economía del país crece, mientras que cuando la industria petrolera se contrae, la economía se estanca. Durante 2021 el precio del crudo ha crecido sostenidamente, atado a la vacunación masiva a nivel mundial, al levantamiento y flexibilización de restricciones y cuarentenas, y a los recortes en la producción de los países miembros de la OPEP+. Algunos analistas proyectan un comportamiento positivo en el precio internacional del petróleo durante el segundo semestre del año, que podría alcanzar niveles cercanos a los USD 100 por barril, impulsado por el fortalecimiento de la demanda mundial[5]. De hecho, en septiembre de 2021 los precios del crudo alcanzaron niveles récord en los últimos tres años (USD 80), debido a una escasez relativa en la oferta para hacer frente a la recuperación agresiva de ciertas economías. Posibles ajustes en las tasas de interés a nivel mundial para controlar los niveles de inflación, y el avance de la variante delta del Covid-19 que amenaza la recuperación de la demanda podrían presionar los precios a la baja[6]. En julio de 2021, el petróleo WTI se cotizó a un promedio de USD 72,58 el barril[7], con una recuperación de 78,11% respecto a julio de 2020.



Fuente: Banco Central del Ecuador

En línea con la tendencia internacional, el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano mantuvo un comportamiento creciente durante 2021, alcanzando para el mes de julio un valor de US 66,84, con una caída mensual de 0,68% y una recuperación interanual de 83,24%[8]. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano presentó un comportamiento estable durante 2021 alcanzando un nivel de USD 5,74 en julio de 2021. Durante julio de 2021 se produjeron 15,28 millones de barriles a nivel nacional, con un promedio diario de 493 barriles. El 78,40% fue producción pública y el 21,60% fue producción privada[9]. El Gobierno ecuatoriano planteó el desarrollo de una nueva política hidrocarburífera para duplicar los niveles de producción durante el actual período presidencial, para lo cual se expidió un reglamento en julio de 2021. Sin embargo, la viabilidad operativa y financiera de este proyecto ha sido ampliamente cuestionada. Hasta el momento, se reiteró la intención incrementar la producción diaria de petróleo en 8% hasta diciembre de 2021 con el fin de cerrar el déficit fiscal[10].

[4] El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez.* https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html
[5] CNBC. (2021, julio). *$100 oil? Analysts share their Price forecasts after a strong rally in the first half of 2021.* https://www.cnbc.com/2021/07/02/oil-prices-analysts-on-the-outlook-for-crude-after-strong-first-half.html
[6] Expreso. (2021, julio). El crudo se desploma tras el pacto de la OPEP+ y por nuevos miedos a la COVID. *https://www.expreso.ec/actualidad/crudo-desploma-pacto-opep-nuevos-miedos-covid-108574.html*
[7] Banco Central del Ecuador. (2021, septiembre). *Información Estadística Mensual No. 2034 – Agosto 2021.* 4.1.2b. Precios promedio del crudo ecuatoriano y del mercado internacional. https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEMensual.jsp
[8] Banco Central del Ecuador. (2021, agosto). *Información Estadística Mensual No. 2034– Agosto 2021.*
[9] BCE. (2021, septiembre). *4.4.1. Producción Nacional de Petróleo Crudo y sus Derivados*. Información Estadística Mensual No. 2034 – Agosto 2021. https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEMensual.jsp
[10] El País. (2021, septiembre 22). *Ecuador quiere extraer más petróleo para equilibrar sus cuentas*. https://elpais.com/internacional/2021-09-22/ecuador-quiere-extraer-mas-petroleo-para-equilibrar-sus-cuentas.html

Las exportaciones petroleras cayeron en 39,5% entre 2019 y 2020, producto del deterioro de los precios y de la caída de la demanda. Además, la ruptura de las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) afectó la producción nacional y obligó al país a postergar exportaciones[11]. Adicionalmente, existieron retrasos en la perforación de 22 pozos nuevos. Debido a la caída en el valor de las exportaciones, los ingresos petroleros en 2020 alcanzaron el 20% de las proyecciones para 2020[12]. Para el primer semestre de 2021 las exportaciones petroleras aumentaron en 83,67% con respecto al primer semestre de 2020. Durante julio de 2021 las exportaciones de petróleo crudo ascendieron a USD 629 millones y el total de derivados de petróleo a USD 90 millones. Esto representa variaciones mensuales de -11,16% y 15,51%, e interanuales de 56,01% y 115,13%, respectivamente. El Presupuesto General de 2021 consideró un precio de USD 59,80 por barril. Con la aprobación de la Ley de Ordenamiento de Finanzas Públicas, se creó un Fondo de Estabilización Petrolera, que se alimentará de los ingresos de la explotación y comercialización de recursos naturales no renovables que superen a lo contemplado en el Presupuesto General del Estado, luego de descontar las preasignaciones dispuestas por Ley. El fondo iniciará su proceso de acumulación cuando se haya llegado a un porcentaje de deuda consolidada del 40% del PIB.

CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 12 años, debido a una agresiva política de inversión pública sumada a un elevado gasto corriente[13], que se mantuvo para años posteriores pese a la caída en los ingresos petroleros. En 2020 el déficit global alcanzó los USD 5.724 millones[14], cifra que, pese a ser menor a la esperada para el año, representa un deterioro con respecto a 2019, debido a la caída en los ingresos petroleros y en la recaudación tributaria, producto de la menor actividad económica.

Cerca del 40% de los ingresos del Estado provienen de la recaudación tributaria. Al cierre de 2020 esta se contrajo en 12,55%[15] debido al deterioro en las ventas a nivel nacional. Con el fin de incrementar los ingresos, el Gobierno dispuso el pago anticipado del Impuesto a la Renta de las empresas grandes. Asimismo, la Ley de simplificación y Progresividad Tributaria, aprobada en 2019, estableció el cobro de impuesto a la renta del 2% de los ingresos a los microempresarios. Mediante decreto ejecutivo, se difirió el pago de este tributo hasta noviembre de 2021. Entre enero y agosto de 2021, la recaudación tributaria fue de USD 9.163 millones, monto que representa una mejora de 13% frente al mismo periodo de 2020. La mejora en la recaudación del Impuesto al Valor Agregado y del Impuesto a la Renta son indicios de reactivación y recuperación económica. En septiembre de 2021 el Presidente presentó al legislativo el proyecto de Ley de Creación de Oportunidades, que incluye una reforma tributaria que buscará controlar el gasto y las exenciones tributarias[16].

En 2020, el Presupuesto General del Estado cayó en 9% frente al inicial, debido a los menores gastos operativos, a un menor gasto de capital, y a un menor pago de intereses producto de la renegociación de la deuda, entre otros. Con el objetivo de recortar el gasto, en mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de bandas, atado al comportamiento de los precios internacionales. Durante el primer semestre de 2021 el gasto cayó en 15,9% frente al mismo periodo de 2020, por lo que el déficit totalizó USD 1.750 millones. El Presupuesto General del Estado presentado por el Ejecutivo para 2021 asciende a USD 32.949 millones. Este contempla un déficit global de USD 4.813 millones, cifra que supone una baja de USD 911 millones frente al déficit de 2020 y que es equivalente al 4,63% del PIB.

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2020	-5.724	41,58%
Déficit fiscal (% PIB)	2020	-5,79%	-1,99%
Recaudación tributaria neta (millones USD)	2020	11.527	-12,55%
Recaudación tributaria neta (millones USD)	enero - agosto 2021	9.163	13,00%
Deuda pública (millones USD)	julio 2021	63.091	6,38%
Deuda pública (% PIB)	julio 2021	61,52%	0,07%
Deuda interna (millones USD)	julio 2021	18.047	3,16%
Deuda externa (millones USD)	julio 2021	45.044	7,72%

Fuente: Ministerio de Finanzas y Servicio de Rentas Internas

Debido a los niveles de gasto público excesivos, a la dificultad para hacer recortes sustanciales y a la caída en los ingresos, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales depende de financiamiento externo, lo que impulsó al alza la deuda pública durante los últimos años. En 2020 la deuda pública creció en

[11] El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos.* https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html
[12] El Comercio (2020, enero). *Ecuador inicia 2021 con esperanza de mejoras tras un mal año petrolero.* https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-mejora-petroleo-finanzas-ortiz.html
[13] El Universo. (2019, enero). *Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado.* https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado
[14] Ministerio de Economía y Finanzas. (2021, agosto). Proforma presupuestaria 2021 es enviada a la Asamblea Nacional. https://www.finanzas.gob.ec/proforma-presupuestaria-2021-en-enviada-a-la-asamblea-nacional/
[15] Servicio de Rentas Internas del Ecuador. Estadísticas de Recaudación.
[16] Primicias. (2021, julio). *Reforma tributaria se presentará en agosto y septiembre para discusión con la sociedad, dice ministro Simón Cueva.* https://www.eluniverso.com/noticias/economia/ministro-simon-cueva-dio-pistas-sobre-reforma-tributaria-que-se-sociabilizara-en-agosto-y-septiembre-de-este-ano-nota/

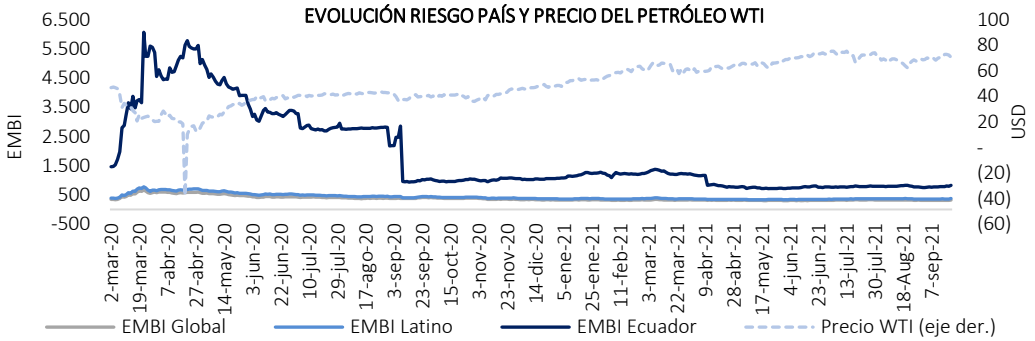
USD 5.847 millones frente a 2019, y para julio de 2021 se redujo en USD 74 millones frente al cierre de 2020. Existió un alza en los compromisos con multilaterales, de los cuales el país se volvió dependiente durante la crisis sanitaria, y que para julio de 2021 ascendieron a USD 19.107 millones[17].

En agosto de 2020 se renegociaron los vencimientos de USD 17.400 millones de bonos internacionales y se alcanzó un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional en el Marco del Servicio Ampliado. El primer desembolso de este acuerdo se dio en octubre de 2020 por USD 2.000 millones, monto que se destinó a cubrir atrasos del Gobierno, que ascendían a USD 3.600 millones. Tras la aprobación de la Ley Anticorrupción, en diciembre de 2020 se recibió el segundo desembolso por USD 2.000 millones, que permitió atender necesidades de salud, educación y protección social, y pagar atrasos a proveedores y a Gobiernos Autónomos Descentralizados. En septiembre de 2021 Ecuador llegó a un nuevo acuerdo a nivel de personal técnico con el FMI, con respecto a la segunda y tercera revisión del Programa de Servicio Ampliado, que revisa el cumplimiento de objetivos macroeconómicos. Esto permitirá al país acceder a un nuevo desembolso de USD 800 millones como parte del financiamiento para el Presupuesto General del Estado[18]. En diciembre de 2020 el FMI se convirtió en el principal acreedor multilateral, superando los valores adeudados a China. Para julio de 2021 este fue superado por el Banco Interamericano de Desarrollo, organismo al que el país adeuda USD 6.270 millones, superior a los USD 6.174 millones de deuda con el FMI y a los USD 5.169 millones con China.

En enero de 2021 Ecuador firmó un acuerdo con la Corporación Financiera Internacional para el Desarrollo de Estados Unidos por un crédito de hasta USD 3.500 millones, a 8 años y una tasa de 2,48% anual, que reemplazará parte de la deuda externa, principalmente con China. El desembolso de los recursos está atado a la monetización de activos del Estado de las áreas petrolera, de telecomunicaciones y eléctrica. En abril de 2021, el Banco Mundial aprobó USD 150 millones de financiamiento para Ecuador, rembolsable en 18 años, con un periodo de gracia de 5 años, monto que se destinó a la compra y distribución de vacunas, a la compra de equipos de protección para el personal de salud, y a campañas de comunicación para promover el acceso a la vacuna. En septiembre de 2021 el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) aprobó un crédito por USD 250 millones para promover la reactivación productiva, fortalecer el sistema de protección social y apoyar la sostenibilidad de las finanzas públicas[19]. En general, durante 2021, se prevé que el país recibirá USD 3.600 millones por parte de organismos multilaterales[20].

PERCEPCIONES DE RIESGO

El riesgo país de Ecuador presentó una tendencia creciente en 2020 y se disparó tras el desplome del precio del petróleo y la paralización de actividades económicas[21]. Con la renegociación de la deuda externa y el acuerdo con el FMI, el riesgo país mantuvo una tendencia decreciente, que se acentuó tras los resultados de las elecciones presidenciales en abril de 2021. Actualmente el riesgo país de Ecuador es de 808 puntos, y es el tercero más alto de América Latina, antecedido por Argentina (1.620) y Venezuela (26.831).



Fuente: JPMorgan – BCRD; Yahoo Finance, FRED St. Louis.

En septiembre de 2020 Fitch Ratings mejoró la calificación de la deuda soberana de largo plazo ecuatoriana de RD a B (-) y Standard & Poor's subió la calificación de SD a B(-), ambas con perspectiva estable, tras la renegociación de la deuda con los tenedores de bonos internacionales y el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional[22]. En febrero de 2021, Moody's reiteró la calificación "Caa3" para Ecuador, cambiando la

[17] Ministerio de Economía y Finanzas. (2021, julio). *Boletín de Deuda Pública Interna y Externa.* https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/
[18] Ministerio de Economía y Finanzas. (2021, septiembre). *Ecuador logra acuerdo técnico con el FMI.* https://www.finanzas.gob.ec/ecuador-logra-acuerdo-tecnico-con-el-fmi/
[19] CAF – Banco de Desarrollo de América Latina. (2021, septiembre). *CAF aprueba USD 250 millones para apoyar la reactivación económica de Ecuador.* https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2021/09/caf-aprueba-usd-250-millones-para-apoyar-la-reactivacion-economica-de-ecuador/
[20] Primicias. (2021, mayo). *Revisión técnica 'frena' desembolso de USD 400 millones del FMI.* https://www.primicias.ec/noticias/economia/millones-fmi-ministerio-finanzas/
[21] La Hora (2021, enero). *Reducción de riesgo país tomará más de cuatro años.* https://lahora.com.ec/noticia/1102338476/reduccion-de-riesgo-pais-tomara-mas-de-cuatro-anos
[22] Fitch Ratings. (2020, septiembre). *Fitch Upgrades Ecuador to 'B-'; Outlook Stable.* https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-ecuador-to-b-outlook-stable-03-09-2020

perspectiva de "negativa" a "estable"[23], y en julio de 2021 Fitch Ratings ratificó la calificación de B(-), pero con una perspectiva de mejora que dependería de la ejecución del plan económico del nuevo Gobierno. El 31 de agosto de 2021 esta misma calificación, con perspectiva estable, fue reiterada por Fitch Ratings[24].

La inestabilidad jurídica y el nivel de tramitología han limitado la inversión extranjera en el Ecuador, que se ubica por debajo de otros países en la región. Durante el primer trimestre de 2021 la inversión extranjera directa totalizó USD 364 millones, monto que supone un alza de 33,50% frente al mismo periodo de 2020. La inversión se concentró en actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones, con un monto de USD 174 millones, que representó el 48% de la inversión total. La mayoría de la inversión provino de Europa (USD 225 millones), principalmente Holanda (USD 135 millones), Inglaterra (USD 32 millones) y España (USD 28 millones). Por su parte, los capitales americanos ascendieron a USD 75 millones, provenientes de Chile (USD 28 millones), Bermudas (USD 14 millones) y Estados Unidos (USD 13 millones), entre otros[25].Con el fin de brindar seguridad jurídica a los inversionistas, Ecuador firmó el Convenio sobre Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (Convenio del CIADI).El riesgo país a la baja, el comportamiento creciente del precio del crudo y la inestabilidad política y social en otros países de la región mejoran el panorama de inversión en Ecuador y constituyen una oportunidad para atraer capitales del exterior.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	2016	2017	2018	2019	2020	2020.I	2021.I
Monto (millones USD)	756,03	624,50	1.388,37	974,32	1.189,83	272,83	364,24
% del PIB	0,76%	0,60%	1,29%	0,90%	1,20%	1,04%	1,45%

Fuente: Banco Central del Ecuador

EMPLEO E INFLACIÓN

La Organización Internacional del Trabajo (OIT) estima que en 2020 se perdieron 255 millones de empleos a nivel mundial por las medidas de confinamiento que afectaron al capital empresarial, lo que se tradujo en una caída de 8,3% en los ingresos laborales mundiales. Específicamente, en América Latina se perdieron cerca de 34 millones de empleos en el segundo trimestre del año, y uno de cada seis jóvenes perdió su trabajo durante la pandemia. La informalidad en la región es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo en la región, y el 60% de la fuerza laboral se desempeña en micro, pequeñas y medianas empresas[26], lo que generó un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	JULIO 2021	AGOSTO 2021
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%	4,90%	5,15%	4,86%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%	30,41%	31,79%	32,44%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%	22,85%	24,59%	22,10%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%	12,73%	11,07%	11,13%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%	28,24%	26,64%	28,70%

*Existieron cambios metodológicos asociados al tamaño y distribución de la muestra y representatividad estadística, por tanto, las cifras no son estrictamente comparables con los periodos anteriores. A partir del 2021, se publicarán cifras mensuales de indicadores laborales con representatividad nacional y área.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC)

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro durante 2020 por la crisis económica que se agravó por la emergencia sanitaria, que paralizó las actividades económicas. Frente a 2019, se evidenció un incremento en la tasa de desempleo, una disminución en el nivel de empleo adecuado, y mayores porcentajes de subempleo, empleo no remunerado y otro empleo no pleno[27]. La tasa de empleo adecuado en agosto de 2021 aumentó en 0,65 puntos porcentuales respecto a julio de 2021. Existió una contracción mensual de 0,29 puntos porcentuales en la tasa de desempleo, que afecta a 415.041 individuos[28]. El FMI proyecta una mejora en las condiciones laborales para 2021, con una tasa de desempleo estimada de 4,46%. Con el fin de promover el empleo en el país, el proyecto de Ley de Creación de Oportunidades propone la creación de un régimen alternativo y voluntario con nuevas modalidades de contratación que incluyen contratos por tiempo definido e indefinido, contratos por obra o servicios, y contratos eventuales[29].

Los niveles de inflación a nivel mundial incrementaron desde mayo de 2020 por la reactivación gradual de las actividades económicas. No obstante, se prevé que se mantendrán en niveles moderados, por debajo de los

[23] Yahoo! Finance. (2021, febrero 26). *Ecuador, Government of – Moody's affirms Ecuador's Caa3 rating; changes to outlook to stable*. https://finance.yahoo.com/news/ecuador-government-moodys-affirms-ecuadors-213606634.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xlLmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAG70xgU--PpfL2s5V7UNq74HMiUMahGAII2IRYM3l0qTotBZK7M_mD8Wk-mtUHJtMAlqz84rP89cCHkSZIx78CRK9wZuLwbKanBReaCFJMqB8Ufrc3RlyzbKQgl3cy_wj0TA5aTn6WAlSCfAL1BzviekXj6KlRbBtqMcx0vPx086
[24] Fitch Ratings. (2021, agosto 31). *Fitch Affirms Ecuador at 'B-'; Outlook Stable*. https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-ecuador-at-b-outlook-stable-31-08-2021
[25] Banco Central del Ecuador. (2021, junio). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 75.*
[26] Orueta, I. (2017). La Financiación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores.
[27] Primicias. (2020, marzo). *Crecen fuertemente el desempleo y la pobreza en Ecuador, según el INEC.* https://www.primicias.ec/noticias/economia/desempleo-empleo-estadisticas-deterioro-ecuador/
[28] INEC. (2021, septiembre). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo (ENEMDU), Agosto 2021*. https://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-agosto-2021/
[29] El Universo. (2021, septiembre). *Tres modalidades de trabajo contemplan el proyecto de Ley de Creación de Oportunidades*. https://www.eluniverso.com/noticias/economia/tres-modalidades-de-trabajo-contempla-el-proyecto-de-ley-de-creacion-de-oportunidades-nota/

objetivos establecidos por los bancos centrales[2]. Las estimaciones de inflación en América Latina superan al promedio mundial, con una proyección de 7,23% para 2021[1].

INFLACIÓN	2017	2018	2019	2020	AGOSTO 2020	AGOSTO 2021
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	-0,03%	-0,32%	0,12%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	-0,93%	-0,76%	0,89%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	-0,93%	-0,55%	1,28%

Fuente: INEC

La disminución en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2020 reflejó el deterioro en el empleo adecuado, que resultó en una menor demanda de bienes y servicios. La interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios en los primeros meses de la cuarentena, principalmente de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud. No obstante, la menor actividad de sectores como transporte, educación, prendas de vestir, cultura y restaurantes impulsó a la baja los niveles de inflación al cierre del año[30]. En agosto de 2021 se reportaron cifras de inflación mensual, anual y acumulada positivas, relacionadas con el incremento en los precios del transporte y de otros bienes y servicios diversos. El FMI prevé una inflación de 0,49% en 2021**¡Error! Marcador no definido.**, mientras que el Banco Mundial pronostica un incremento de 0,6% en los precios para el mismo periodo[31].

LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La política monetaria implementada por ciertos bancos centrales evitó la crisis en los mercados financieros durante 2020[2]. El costo del endeudamiento a nivel mundial subió durante el primer semestre de 2021 ya que las expectativas de crecimiento y de inflación impulsaron al alza los rendimientos de largo plazo de la deuda soberana en varios países. El costo de la deuda corporativa también aumentó, pero los diferenciales se han mantenido estables y la capitalización bursátil en la mayoría de los mercados todavía registra el monto más alto en los últimos años. De hecho, las facilidades crediticias implementadas en el contexto de la pandemia a nivel mundial redujeron el riesgo de quiebra para varias empresas por debajo del registrado previo a la pandemia. La recuperación económica en Estados Unidos fortaleció el envío de remesas a varios países en América Latina, incluido Ecuador. Según cifras del BCE, las remesas provenientes de EEUU crecieron en 31% entre el primer trimestre de 2020 y el primer trimestre de 2021, y representaron el 60% de las remesas totales recibidas que, a su vez, crecieron en 28% durante el mismo periodo[32].

MERCADOS FINANCIEROS (MILLONES USD)	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	julio 2021	28.473	0,78%	4,89%
Especies monetarias en circulación	julio 2021	17.925	0,10%	-0,53%
Depósitos a la vista	julio 2021	10.469	1,96%	15,75%
Liquidez total (M2)	julio 2021	65.725	1,04%	10,46%
Captaciones a plazo del sistema financiero	julio 2021	37.252	1,23%	15,13%
Colocaciones del sistema financiero	julio 2021	48.306	1,13%	9,04%
Reservas internacionales	agosto 2021	5.872	8,64%	80,25%
Reservas bancarias	agosto 2021	6.455	-4,03%	8,21%
TASAS REFERENCIALES	**PERIODO DE INFORMACIÓN**	**TASA (%)**	**VARIACIÓN MENSUAL**	**VARIACIÓN INTERANUAL**
Tasa activa referencial	septiembre 2021	7,57%	-0,30%	-1,45%
Tasa pasiva referencial	septiembre 2021	5,51%	-0,01%	-0,85%
Diferencial de tasas de interés	septiembre 2021	2,06%	-0,29%	-0,60%

Fuente: Banco Central del Ecuador

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantuvo sólida a pesar de la paralización económica derivada de la crisis sanitaria. Si bien en marzo de 2020 se evidenció una contracción por la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, desde abril de 2020 los niveles de liquidez presentaron una recuperación, atada al incremento en los depósitos a la vista y a plazo. Las captaciones a plazo del sistema financiero nacional crecieron sostenidamente durante los últimos años, lo que permitió a las entidades financieras hacer frente al shock económico relacionado con la paralización de actividades. Si bien las captaciones se redujeron en marzo de 2020, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, se recuperaron a partir de abril de 2020, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Para julio de 2021 los depósitos a plazo fijo

[30] INEC. (2021, abril). *Índice de Precios al Consumidor, abril 2021.*
[31] Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects.* Washington D.C.
[32] Banco Central del Ecuador. (2021, junio). *Remesas.* https://contenido.bce.fin.ec/frame.php?CNT=ARB0000985

aumentaron en 16,31% con respecto a julio de 2020, mientras que los depósitos de ahorro crecieron en 14,60% durante el mismo periodo. Pese a los programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero cayeron en los meses de confinamiento. Entre julio de 2020 y julio de 2021 se evidenció un alza en la colocación de crédito, concentrada en los Bancos Privados (+8%) y en las Cooperativas (+20%). En el contexto de la pandemia, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras podrían cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia. Asimismo, permitió diferir los pagos a tenedores de instrumentos de renta fija en el Mercado de Valores con aprobación de dos tercios de los votos.

La tasa pasiva referencial incrementó durante los meses de la emergencia sanitaria, para atraer un mayor monto de depósitos, pero cayó para meses posteriores en función de la liquidez creciente en las entidades financieras. Para septiembre de 2021 el diferencial de tasas de interés se redujo producto de un alza en la tasa pasiva. Actualmente el BCE trabaja en una nueva metodología de fijación de tasas de interés, que reemplazará a los techos máximos, basada en la creación de bandas para que más clientes puedan acceder al sistema de acuerdo con su nivel de riesgo.

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo de 2020, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril de 2020 incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. Para agosto de 2021 las reservas internacionales crecieron frente a agosto de 2020, producto de un mayor monto de inversiones, depósitos a plazo y títulos. Se evidenció también un incremento en la cuenta de DEGs, tras el desembolso realizado por el Fondo Monetario Internacional en agosto de 2021. El monto de reservas internacionales en agosto de 2021 cubrió en 89,87% a los pasivos monetarios de la entidad y en 90,97% a las reservas bancarias[8].

SECTOR EXTERNO

La crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y perjudicó la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador durante el segundo trimestre de 2020. Al cierre del año, las exportaciones no petroleras representaron cerca del 74% del total. Estas crecieron en 10% con respecto a 2019, con un alza de USD 853 millones en las exportaciones no tradicionales, principalmente productos mineros y maderas, y de USD 474 millones en las exportaciones tradicionales, especialmente banano y cacao. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales y la caída en la demanda interna disminuyeron las importaciones, por lo que se registró un superávit comercial al cierre del año. Hasta julio de 2021 se evidenció una recuperación de 86% en las exportaciones petroleras, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron en 14% frente a julio de 2020, impulsadas por los envíos de productos no tradicionales. De esta manera, durante el período de enero a julio de 2021, el total de exportaciones se consolidó en USD 14.593 millones, monto que implica un crecimiento de 31% respecto al mismo período de 2020, y que repercutió en una mejora de 17% en el saldo de la balanza comercial. En el mismo período, las importaciones crecieron en 34%.

BALANZA COMERCIAL (MILLONES USD)	2017	2018	2019	2020	ENE - JUL 2020	ENE - JUL 2021
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	20.227	11.113	14.593
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	5.250	2.716	5.059
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	14.976	8.397	9.533
Importaciones	19.033	22.106	21.509	16.987	9.555	12.774
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	2.651	1.503	2.425
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	14.336	8.051	10.349
Balanza comercial	59	-478	820	3.240	1.558	1.818
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	2.599	1.213	2.634
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	641	346	-816

Fuente: Banco Central del Ecuador

El 8 de diciembre de 2020 Ecuador firmó un acuerdo de primera fase con Estados Unidos, que se consolidó como el principal socio comercial al importar USD 3.616 millones de productos ecuatorianos entre enero y julio de 2021, de los cuales USD 2.233 millones fueron no petroleros. En junio de 2021 Ecuador inició la hoja de ruta formal para la firma de un acuerdo comercial con el país norteamericano, que permitirá crecer en exportaciones e inversiones y crear empleos. Asimismo, Ecuador trabaja en concretar acuerdos comerciales con China y con México, lo que le permitirá posteriormente adherirse a la Alianza del Pacífico.

Como parte de las nuevas políticas económicas, en julio de 2021 se anunció la eliminación o reducción de aranceles a 667 productos, entre bienes de capital, materias primas, y bienes de consumo. Con esto se espera incentivar el consumo privado y reducir costos para apoyar al sector productivo[33]. También se eliminó, en septiembre de 2021, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) a las líneas aéreas, para facilitar la comunicación aérea de Ecuador con el resto del mundo[34]. Se estima que, en los próximos meses, nuevas medidas de liberalización económica podrían ejecutarse en diversos sectores como parte del nuevo plan económico.

Es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo con las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

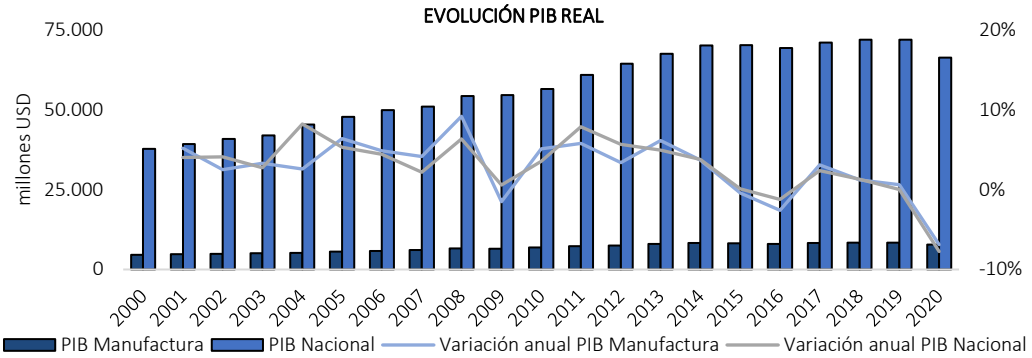
SECTOR MANUFACTURA

El sector manufacturero es uno de los principales motores de una economía. Se fundamenta en la elaboración de productos diversos cuya sofisticación gradual potencia la generación de valor agregado a la misma vez en que propulsa prospectos de diferenciación y estabilidad de precios, lo cual dinamiza la competitividad interna y externa en el país. La industria de la manufactura depende de la demanda interna y externa, así como del acceso a materias primas y bienes de capital necesarios para la producción, por lo que mantiene una interdependencia conjunta con otros sectores productivos del país, lo cual le otorga un rol particularmente dinámico dentro de la economía nacional. Asimismo, el sector manufacturero constituye una de las principales fuentes de empleo. Por esta razón, la tasa de crecimiento de la economía ecuatoriana se encuentra atada al desarrollo de sectores estratégicos como el manufacturero, por lo que un incremento en este sector genera un aumento en la productividad nacional. Con la introducción de nuevas y mejores tecnologías, el sector manufacturero afrontó un desarrollo significativo durante los últimos años, y presenta un amplio potencial de crecimiento considerando las oportunidades de diversificación e innovación. En el contexto de la emergencia sanitaria, el sector se vio afectado por las interrupciones en las cadenas de suministros y el deterioro en el desempeño financiero. Sin embargo, ya a mediados de 2021, la recuperación económica nacional se proyecta como una realidad progresiva, tomando como uno de sus ejes clave al sector de la manufactura.

DESEMPEÑO ECONÓMICO GENERAL

La industria manufacturera en el Ecuador ha demostrado un crecimiento importante durante las últimas décadas, contribuyendo así al desarrollo estructural del país. Históricamente, el sector manufacturero ha sido el principal componente del PIB nacional, y particularmente a partir del año 2000, cuando empezó a presentar un crecimiento sostenido, que superó en varios años al crecimiento del PIB Nacional. En años recientes, la industria manufacturera representó el 20% de las ventas y el 36% de la producción a nivel nacional. En 2009 el sector decreció debido a la ralentización de la economía mundial, comportamiento que se revirtió rápidamente, alcanzando un crecimiento promedio de 4,82% entre 2010 y 2014. En 2015 el sector manufacturero afrontó una nueva caída que se profundizó en 2016 debido a la imposición de salvaguardias a las importaciones, que, por un lado, restringió el acceso a insumos productivos, y, por otro, limitó la demanda de ciertos productos al encarecer los costos de producción y, por ende, los precios. El sector presentó una recuperación a partir de 2017 y alcanzó un crecimiento de 0,6% en su Valor Agregado Bruto (VAB) al cierre de 2019[35] a pesar de factores críticos de riesgo como el paro nacional de octubre de ese año.

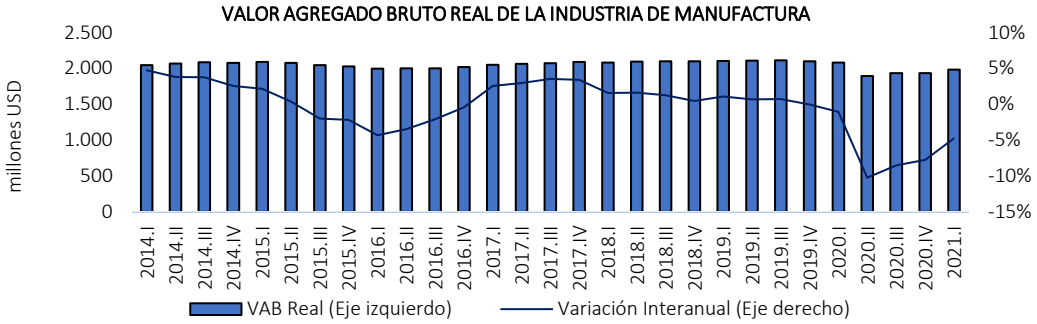
[33] El Comercio. (2021, julio 10). *Arancel baja o se elimina para 10% de bienes de consumo en Ecuador*. https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-arancel-bienes-consumo-economia.html
[34] El Universo. (2021, septiembre 2). Con decreto 182, Ecuador elimina el impuesto a la salida de divisas a las líneas aéreas. https://www.eluniverso.com/noticias/economia/con-decreto-182-ecuador-elimina-el-impuesto-a-la-salida-de-divisas-a-las-lineas-aereas-nota/
[35] Banco Central del Ecuador. (2021, mayo). *Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador Boletín No. 114*



Fuente: BCE

Durante el primer trimestre de 2020 la actividad manufacturera se mantuvo estable con respecto al primer trimestre de 2019, pero para el segundo trimestre del año presentó una caída interanual de 10,38% como consecuencia inmediata del shock propiciado por la emergencia sanitaria y su efecto sobre la actividad industrial a nivel nacional. La caída abrupta provocada por la pandemia fue sucedida por una lenta recuperación denotada por todavía fuertes pero cada vez menores tasas de contracción interanual, en el orden de (-)8,5% y (-)7,7% durante el tercer y cuarto trimestre de 2020, respectivamente.

Entre enero y marzo de 2020, el sector perdió aproximadamente USD 1.717 millones[36] y reportó una contracción de su VAB de 4,6% entre marzo y diciembre, cerrando el año con una caída anual de 6,9%. El peso del sector sobre la economía nacional implica que la crisis experimentada por las industrias de manufactura afectó a ciertas variables macroeconómicas del país. La Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) mide la acumulación de activos fijos privados y públicos no financieros y es un indicador importante del desarrollo estructural del país en el largo plazo. La FBKF de la manufactura se contrajo en 3,5% al cierre de 2020, y contribuyó con (-)0,10 puntos porcentuales a la variación nacional anual, que alcanzó un nivel de -11,9% al final de 2020. Adicionalmente, durante el cuarto trimestre de 2020, el sector manufacturero contribuyó en (-)0,91 puntos porcentuales a la contracción en el PIB interanual (-7,2%). Además, aportó con (-)0,81 puntos porcentuales a la variación anual del PIB nacional (-7,8%). A pesar de esto, industrias relacionadas o subsegmentos del sector reportaron un desempeño positivo al final del año.

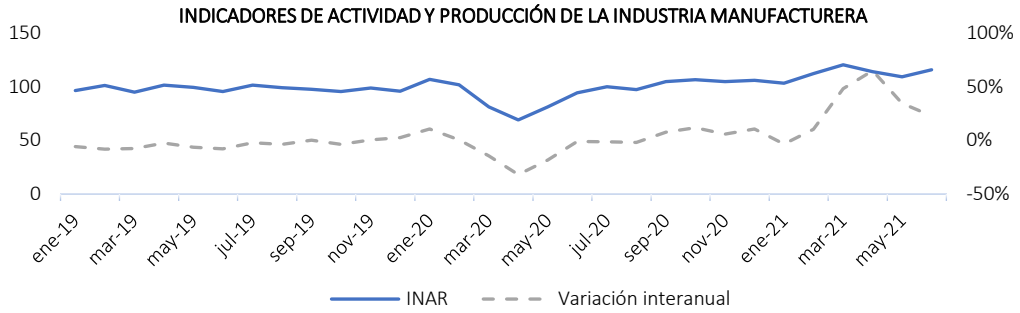


Fuente: BCE

Otras fuentes concuerdan en la severidad de la afectación propiciada durante 2020 en el sector como consecuencia de la pandemia. De acuerdo con información del Servicio de Rentas Internas, las ventas de las industrias manufactureras cayeron en 21,06% (USD 2.708 millones) al término de 2020 en comparación con 2019, producto de la paralización económica en el país[37]. La pérdida de dinamismo de naciones como México y Brasil, las economías industriales más competitivas de la región, agravó la situación del mercado nacional, dada la integración en las cadenas de suministro[38]. A pesar de todos estos factores estructurales, según datos del Servicio de Rentas Internas (SRI), la industria manufacturera cerró el año 2020 como la segunda actividad económica en el Ecuador, con un 19,9% de las ventas totales en el sector empresarial[39]. Además, el sector ha sido identificado como un importante factor en la reactivación económica de la región[40].

[36] Primicias. (2021). *El Covid-19 le ha costado a Ecuador USD 16.382 millones*: https://www.primicias.ec/noticias/economia/pandemia-covid-costo-ecuador-millones/
[37] Servicio de Rentas Internas. https://srienlinea.sri.gob.ec/saiku-ui/
[38] ONUDI (2020, junio). *América Latina: ¿Cómo reactivar la manufactura en tiempos de COVID-19?* https://www.unido.org/stories/america-latina-como-reactivar-la-manufactura-en-tiempos-de-covid-19
[39] Lara, F. (2021, mayo 31). *La industria manufacturera se adaptó al complejo escenario*: https://www.vistazo.com/enfoque/la-industria-manufacturera-se-adapto-al-complejo-escenario-EA332978
[40] El Comercio. (2021, junio 8). *El BM prevé un repunte del 5.2% en la economía de Latinoamérica para 2021*: https://www.elcomercio.com/actualidad/banco-mundial-repunte-economia-latinoamerica.html

El Valor Agregado Bruto Real del sector manufacturero ascendió a USD 1.979,32 millones durante el primer trimestre de 2021. Esto representa un crecimiento de 2,39% con respecto al cuarto trimestre de 2020, y, además, una caída de 4,77% en relación con el primer trimestre de 2020. Esto lo convirtió en el cuarto sector, entre aquellos con tasas interanuales negativas (de 18 analizados) que menos se contrajo en dicho período. Adicionalmente, el VAB del sector de manufactura contribuyó con (-)0,56 puntos porcentuales a la variación interanual del PIB trimestral (-5,6%) y con 0,06 puntos porcentuales a la variación trimestral del PIB nacional (0,7%) durante el primer trimestre de 2020. A pesar de la caída en términos interanuales, este resultado implica que el sector alcanzó un mejor desempeño frente al agregado de la economía. Asimismo, durante el primer trimestre de 2021, el gasto de consumo final de los hogares reportó una recuperación trimestral de 3,5%, impulsada, según el Banco Central, por "el gasto en servicios, así como en productos manufacturados y agropecuarios"[41].



Fuente: INEC

El dinamismo del sector manufacturero de los últimos años y la reactivación de la industria tras la paralización de actividades a causa de la emergencia sanitaria se ven reflejados en las métricas de actividad y producción. La caída abrupta a consecuencia de la pandemia ha implicado un proceso progresivo de recuperación. Por un lado, el **Índice de Nivel de Actividad Registrada (INA-R)** de las industrias manufactureras alcanzó 115,94 puntos en junio de 2021, con una expansión interanual de 22,82% con respecto a junio de 2020 y una variación mensual de 6,00% comparado con febrero de 2021[42].

El nivel de recuperación económica proyectado para el Ecuador durante 2021 es modesto en el contexto regional, pues según datos actualizados del BCE, se espera cerrar el año con una expansión de 2,5% en el PIB nacional (el promedio en Latinoamérica según el FMI será de 4,1%[43]), lo cual implica que hasta el cierre de año la economía no llegará a igualar el nivel prepandemia asociado a indicadores macroeconómicos de 2019. A pesar de esto, se espera que algunos sectores económicos específicos experimenten un año particularmente dinámico, entre ellos, la industria manufacturera que, a través de una potenciación en ventas, podría lograr una recuperación comparativamente más rápida que otros sectores de la economía[44].

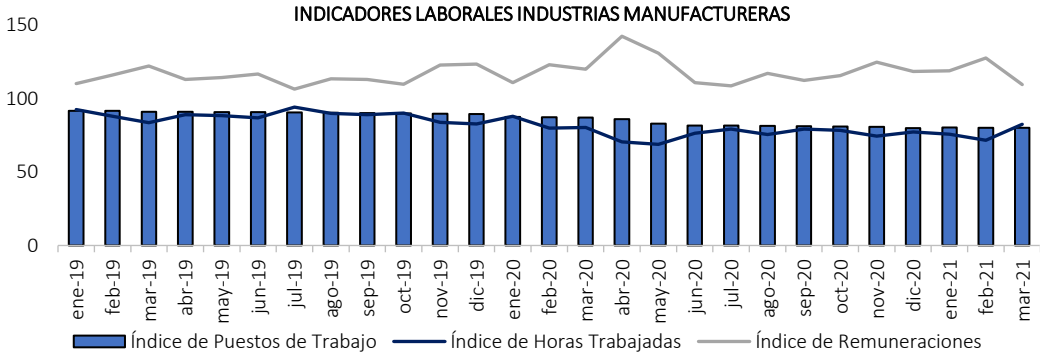
MERCADO LABORAL

Durante el primer trimestre de 2021, la manufactura generó el 9,7% de los puestos de trabajo en Ecuador, convirtiéndose en el tercer segmento productivo que más empleos genera, antecedido por la agricultura y el comercio[45]. Durante el último año, el porcentaje de población empleada en actividades de manufactura disminuyó, debido principalmente a una mayor eficiencia en los procesos productivos dada la implementación de herramientas tecnológicas. A inicios de 2021, el Banco Central estimó que el sector de la manufactura fue el sexto más afectado del país (de 18 sectores analizados) en términos de empleo entre marzo y diciembre de 2020, con 51.353 pérdidas de plazas laborales[46].

El **Índice de Puestos de Trabajo** de las industrias manufactureras en marzo de 2021 se ubicó en 80,11 puntos, con una contracción de 7,86% comparado con marzo de 2020, y una variación marginal de 0,01% respecto a febrero de 2021[47]. El **Índice de Horas Trabajadas (IH)** en las industrias manufactureras alcanzó 82,53 puntos

[41] BCE. (2021, junio 30). *Cuentas Nacionales del Primer Trimestre de 2021*. https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1434-en-el-primer-trimestre-de-2021-la-economia-ecuatoriana-crecio-0-7-respecto-al-trimestre-anterior-y-reporto-una-variacion-interanual-de-5-6-respecto-al-primer-trimestre-de-2020
[42] INEC. (2021, mayo). *INA-R*. http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/
[43] Miranda, J. (2021, febrero 8). *IMF raises LatAm GDP forecast to 4.1% for 2021*. Independent Commodity Intelligence Services (ICIS). Recuperado de https://www.icis.com/explore/resources/news/2021/02/08/10604408/imf-raises-latam-gdp-forecast-to-4-1-for-2021
[44] El Comercio. (2021, junio 2). *Modesto crecimiento en 44 actividades económicas*. https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/modesto-crecimiento-actividades-economicas-ecuador.html
[45] INEC. (2021, marzo). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo*: https://www.ecuadorencifras.gob.ec/enemdu-trimestral-enero-marzo-2021/
[46] INEC. (2021, mayo). E*valuación impacto macroeconómico del COVID-19 en la economía ecuatoriana*: https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1427-la-pandemia-por-el-covid-19-genero-una-caida-en-el-pib-de-6-4-de-marzo-a-diciembre-de-2020
[47] INEC. (2021, julio). *Índice de Puestos de Trabajo, Horas trabajadas y Remuneraciones*. http://www.ecuadorencifras.gob.ec/puestos-de-trabajo-horas-trabajadas-y-remuneraciones/

en marzo de 2021, cifra que representa una evolución de 2,91% comparado con marzo de 2020, y una variación de 15,46% respecto a febrero de 2020. Finalmente, el **Índice de Remuneraciones (IR)** del personal ocupado en las industrias manufactureras alcanzó 109,41 puntos en marzo de 2021, con una contracción de 8,74% en comparación con marzo de 2020 y una reducción de 14,30% respecto a febrero de 2021. El IH y el IR reportan una particular volatilidad y contra-ciclicidad entre ambas, con una correlación alta y negativa.

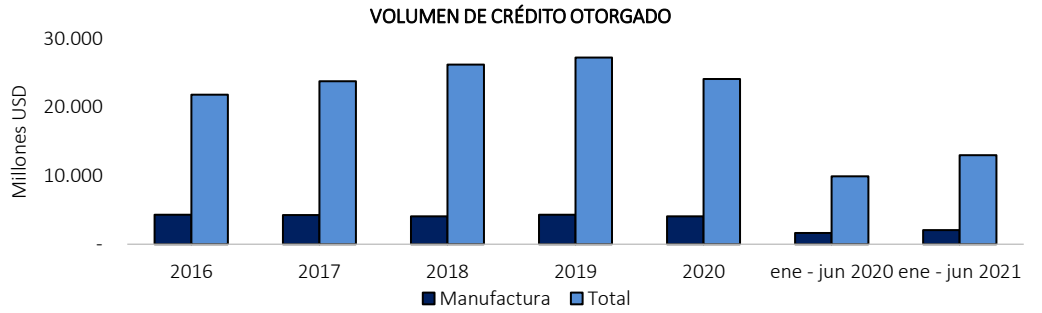


Fuente: INEC

CRÉDITO Y FINANCIAMIENTO

El reporte trimestral de oferta y demanda de crédito señala que durante el cuarto trimestre de 2021 el 17% de las empresas que operaron en actividades de manufactura demandó nuevos créditos al sistema financiero[48]. Del total de empresas grandes con actividades en la industria manufacturera, 13% solicitó un crédito durante el cuarto trimestre de 2020, frente al 25% de las pequeñas y medianas empresas y al 10% de las microempresas. Estos créditos se destinaron en 56% a capital de trabajo, en 16% a inversión y adquisición de activos, en 24% para reestructuración y pago de deudas, y en 3% para operaciones de comercio exterior. De las empresas de la industria manufacturera que no demandaron crédito durante el cuarto trimestre de 2020, el 23% se financia con fondos propios, el 29% no presentó necesidad de financiamiento, el 13% posee un crédito vigente, el 13% no lo hizo debido al entorno económico nacional, el 12% debido a que las entidades financieras no brindan las facilidades necesarias, el 6% porque la actual situación del negocio no le permite solicitar un crédito, entre otros motivos.

Para 2020 la colocación de crédito en el sector manufacturero fue de USD 4.070,35 millones, lo cual implica una contracción de 5,51% con respecto al cierre de 2019. Adicionalmente, la participación del sector manufacturero en la colocación total de crédito entre todas las industrias del país cerró el 2020 en un 17,1%, porcentaje coherente con el promedio anual durante los últimos cinco años. El volumen de crédito destinado a la industria manufacturera entre enero y junio de 2021 ascendió a USD 2.073,83 millones, monto que implica un incremento de 27,54% comparado con el período de enero a junio de 2020, cuando se ubicó en USD 1.626 millones. Este incremento es proporcionalmente menor al del volumen agregado de crédito entre todas las industrias durante el mismo periodo, que creció en 31,16%. Además, la participación del sector manufacturero como parte del total de crédito otorgado disminuyó de 16,4% en el primer semestre de 2020 a 16,0% en el primer semestre de 2021[49].



Fuente: Superintendencia de Bancos

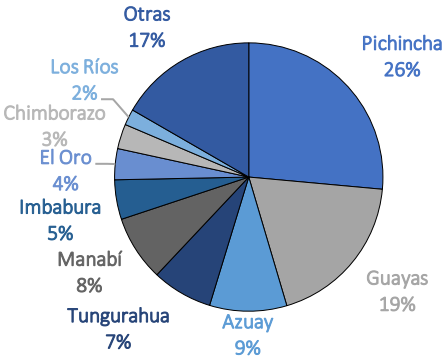
[48] Banco Central del Ecuador. (2021, septiembre). *Reporte Trimestral de Oferta y Demanda de Crédito: 4to Trimestre 2020*. Dirección Nacional de Síntesis Macroeconómica. https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/324-encuesta-trimestral-de-oferta-y-demanda-de-cr%C3%A9dito
[49] Superintendencia de Bancos. (2021, septiembre). *Volumen de Crédito Año 2021*. Portal Estadístico. https://estadisticas.superbancos.gob.ec/portalestadistico/portalestudios/?page_id=327

COMPETITIVIDAD Y FACTORES EXÓGENOS

Existen ciertas barreras de entrada considerables en la industria manufacturera. En primer lugar, las operaciones de manufactura requieren de una fuerte inversión inicial en grandes factores de producción como maquinaria o amplios volúmenes de materia prima. Una vez establecida en el mercado y superados los altos costos de ingreso, una firma de manufactura tiene el potencial, dada su estructura productiva, de desarrollar economías de escala que le permitan alcanzar un sólido posicionamiento competitivo en la industria con procesos óptimos y bajos costos relativos. Existe un amplio potencial de diferenciación en las diversas actividades de manufactura, lo cual presenta una oportunidad para nuevos participantes en la industria. Las regulaciones y normativa gubernamental también constituyen una barrera de entrada, debido a que existen requerimientos y procedimientos específicos que se exigen a las empresas dentro del sector.

La industria manufacturera depende en gran medida del acceso a materia prima y a bienes de capital para la producción, por lo cual las relaciones con los proveedores son fundamentales. Por un lado, la oferta de materia prima es altamente inelástica, debido a la característica perecible de los productos. Por lo tanto, su capacidad de negociación con respecto a precios es baja, por lo cual las empresas manufactureras tienen relativamente alto control con respecto a los precios que pagan a sus proveedores. Por el contrario, los bienes de capital provienen, en su mayoría, del extranjero, por lo cual las empresas de manufactura dependen altamente de las condiciones de compra y venta en mercados internacionales. Por otro lado, debido a la cantidad de oferta de productos diversificados en la industria de manufactura, los compradores tienen un alto poder de negociación, por lo cual las empresas deben buscar ajustarse a las condiciones de los clientes.

En cuanto a la competencia, de acuerdo con el Directorio de Empresas del INEC más reciente, actualizado al cierre de 2019, existen alrededor de 74.265 empresas que operan en 23 distintas actividades de manufactura y que representan el 8,41% de empresas a nivel nacional. De estas, el 90,69% son microempresas, 6,73% fueron empresas pequeñas, y el resto se dividen entre empresas grandes y medianas[50]. De acuerdo con el último Censo Nacional Económico, las empresas de manufactura se concentran en la región de la Sierra, principalmente en la provincia de Pichincha, con aproximadamente 19.936 empresas. Las empresas más grandes de la industria controlan gran parte de la producción y ventas del mercado. No obstante, debido a la naturaleza de las actividades, el grado de competencia difiere en cada una de las empresas específicas.



Fuente: INEC

Diferentes ámbitos del sector productivo observaron atentos al anuncio realizado en julio de 2021 por el Ministerio de Producción de Ecuador referente a la reducción o eliminación de aranceles para 667 productos entre insumos de consumo, materias primas y bienes de capital. En específico, de estos bienes, un 71% corresponde a insumos para la industria, un 19% a maquinarias y un 10% a bienes de consumo[51]. Adicionalmente, a finales de agosto de 2021, el Servicio de Rentas Internas (SRI) indicó que los sectores de comercio y manufactura son los que más pagaron el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) en el país durante los últimos tres años, por lo cual se espera que la eliminación gradual de este impuesto, anunciada recientemente por el gobierno, beneficie significativamente a estos sectores. En particular, durante 2020, el sector de manufactura contribuyó con USD 227 millones por concepto de ISD y durante el primer semestre de 2021, se recaudaron USD 140 millones a nombre del sector, lo cual corresponde a cerca del 25% de la

[50] INEC. (2020). *Directorio de Empresas 2019.* http://www.ecuadorencifras.gob.ec/directoriodeempresas/
[51] El Comercio. (2021, julio 10). *Arancel baja o se elimina para 10% de bienes de consumo en Ecuador*. https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-arancel-bienes-consumo-economia.html

recaudación total de ISD en el país. El sector manufacturero se encuentra antecedido por el sector comercial, el cual, con USD 272 millones recaudados en el primer semestre de 2021, aportó un 49% del total nacional[52].

En septiembre de 2021, al cumplirse los primeros cien días del nuevo Gobierno Nacional, el Ministro de Producción y Comercio Exterior informó que, durante dicho período, se alcanzó un récord de nuevas inversiones en el Ecuador, a través de 19 contratos por un total de USD 702 millones de dólares, de los cuales entre el 50% y el 60% corresponde a inversiones extranjeras. De este total, USD 161 millones (aproximadamente el 22,93%) corresponde a nuevas inversiones en el sector de manufactura[53]. Complementariamente, el Presidente de la República anunció su intención de consolidar acuerdos de libre comercio con las diez economías más grandes del mundo. Si bien esta apertura ha sido recibida en términos positivos por parte del sector productivo del país, algunos segmentos de la industria manufacturera han manifestado preocupación ante los desafíos que esta nueva dinámica podría significar para la industria local, particularmente en términos de competitividad en el mercado local, y específicamente con mercados como China y segmentos como el de la industria textil, que cuentan con una escala establecida mucho más grande que la ecuatoriana[54].

POSICIÓN COMPETITIVA

En cuanto a la posición competitiva, CARVAGU S.A. evalúa el posicionamiento que mantiene por cada línea de producto. No considera que exista una empresa que constituya un competidor directo en todas las líneas de negocio.

PARTICIPACIÓN GEL ANALGÉSICO	PARTICIPACIÓN (USD)	PARTICIPACIÓN (UNIDADES)	LABORATORIO
Voltaren	38,60%	46,00%	Novartis Pharma AG
Gel analgésico Garden	27,75%	23,29%	CARVAGU S.A.
Berifén	14,22%	8,20%	Mepha

Fuente: CARVAGU S.A.

PARTICIPACIÓN PRODUCTOS GARGANTA	PARTICIPACIÓN (USD)	PARTICIPACIÓN (UNIDADES)	LABORATORIO
Abrilar	26,68%	23,17%	Roemmers
Tussolvina	15,20%	20,94%	Farmayala Pharmaceutical Company
Eucamiel	14,82%	11,08%	CARVAGU S.A.

Fuente: CARVAGU S.A.

PARTICIPACIÓN SISTEMA INMUNOLÓGICO	PARTICIPACIÓN (USD)	PARTICIPACIÓN (UNIDADES)	LABORATORIO
Birm	49,18%	26,05%	Laboratorio Génesis
Inmuvit	17,27%	40,67%	Rowe
Inmunolive	16,40%	24,24%	CARVAGU S.A.

Fuente: CARVAGU S.A.

PARTICIPACIÓN VITAMINICOS	PARTICIPACIÓN (USD)	PARTICIPACIÓN (UNIDADES)	LABORATORIO
Redoxon	56,19%	26,05%	Bayer
MK	20,98%	23,27%	Laboratorios MK
Triple C	3,92%	2,57%	CARVAGU S.A.

Fuente: CARVAGU S.A.

En función de lo antes expuesto es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía mantiene un posicionamiento adecuado dentro del segmento de mercado en el que opera, tomando en cuenta que mantiene barreras de entrada altas al necesitar una fuerte inversión en infraestructura y permisos para poder operar en este segmento.

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Segunda Emisión de Obligaciones de CARVAGU S.A., a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos

[52] Primicias. (2021, agosto 24). *Comercio y manufactura son los sectores que más pagaron el ISD*. https://www.primicias.ec/noticias/economia/comercio-manufactura-sectores-recaudacion-isd/
[53] Vistazo. (2021, septiembre 1). *Ministro de Comercio Exterior Asegura que Ecuador alcanzó un récord de inversiones en 100 días*. https://www.vistazo.com/actualidad/nacional/ministro-de-comercio-exterior-asegura-que-ecuador-alcanzo-un-record-de-inversiones-en-100-dias-GJ759899
[54] El Universo. (2021, septiembre 6). Las oportunidades y los riesgos que ve el sector productivo en un acuerdo con China. https://www.eluniverso.com/noticias/economia/las-oportunidades-y-los-riesgos-que-ve-el-sector-productivo-en-un-acuerdo-con-china-nota/

y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.

Fuente: CARVAGU S.A.

CARVAGU S.A. cuenta con una amplia experiencia en la compra, venta, importación, exportación, fabricación, consignación y almacenaje de productos naturales, medicinales, farmacéuticos, cosméticos, de higiene personal, de limpieza, veterinarios, alimenticios, homeopáticos y antisépticos.

En sus inicios se orientó a la fabricación y comercialización de productos cosméticos, basándose en productos con materia prima natural; la más conocida en este tiempo fue la baba de caracol. Posteriormente, como consecuencia de investigaciones, conocimientos tradicionales y experimentos empezó con la fabricación de medicina, basada en extractos de productos naturales. Mediante la obtención de todos los registros necesarios para la fabricación de medicina natural en Ecuador, se convirtió en la primera empresa ecuatoriana en este segmento de mercado.

La empresa mantiene su matriz en la Av. Francisco de Orellana y Av. España, Urbanización Mucho Lote; sin embargo, su activo fijo de producción son sus laboratorios ubicados en el kilómetro 11 vía la Costa, equipados con equipos de última tecnología y diseñados bajo los parámetros de BPM (Buenas Prácticas de Manufacturas), mantienen un equipo de Investigación y Desarrollo (I&D) utilizando tecnología y personal altamente capacitado. De igual forma, cuenta con galpones ubicados cerca de los laboratorios (Chongón), donde se almacena materiales plásticos (botellas, tapas, etiquetas, entre otras), materia prima natural y se mantienen sembríos de materia prima para producción, parte de esta materia prima es procesada en forma primaria, como es el caso de la sábila, noni y otros. Así mismo, la compañía posee sus propias bodegas, donde se almacenan los productos terminados.

Esta empresa nace con sus propios pilares, cuya misión es: "Somos una empresa que cuida la salud de nuestros 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." Y su visión: "Consolidar nuestro liderazgo a nivel local con las diferentes líneas de productos y posicionar nuestra marca en el mercado Europeo, como alternativa eficaz para el cuidado de la salud, desarrollando alianzas estratégicas con nuestros clientes, promoviendo el bienestar de las personas, comunidad y medio ambiente."

A la fecha del presente informe, el capital social de la compañía está representado por 2.100.000 acciones ordinarias y nominativas de un dólar cada. Con fecha 25 de enero de 2021 se realizó la cesión de 295.302 acciones de un dólar cada una (USD 1,00) por parte de Stefano Nagib Valarezo Sánchez a favor de ISNAVA NAVASA S.R.L., empresa domiciliada en Costa Rica y representada por Stefano Nagib Valarezo Sanchez.

ACCIONISTAS CARVAGU S.A.	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Carlos Julio Valarezo Guzman	Ecuador	918.750	43,75%
José Abraham Valarezo Sanchez	Ecuador	295.302	14,06%
Marissa Ivonne Valarezo Sanchez	Ecuador	295.323	14,06%
Mercedes Lorena Valarezo Sanchez	Ecuador	295.323	14,06%
Isnava Navaza S.R.L.	Costa Rica	295.302	14,06%
Total	-	**2.100.000**	**100,00%**

Fuente: SCVS

La compañía no dispone de una política formal de dividendos. Sin embargo, la compañía no ha repartido dividendos durante los últimos años, se ha reinvertido los resultados.

En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que éstos están comprometidos con la empresa debido a que existe un apoyo constante en la administración con involucramiento de los principales ejecutivos, así como por los constantes aportes de capital realizados en los últimos años.

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Los accionistas y administradores de la compañía muestran una amplia trayectoria empresarial, evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueños.

COMPAÑÍA	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	ESTADO
Import & Export World Live S.A. IMPORTWL	Isnaba Navasa S.R.L.	Accionariado	Activa
Inmobiliaria del Rio S.A. INMORIO	Carlos Julio Valarezo Guzmán	Accionariado y administración	Activa
	José Abraham Valarezo Sanchez	Accionariado	
	Marissa Ivonne Valarezo Sanchez	Accionariado	
	Mercedes Lorena Valarezo Sanchez	Accionariado	
Servglum S.A.	Carlos Julio Valarezo Guzmán	Accionariado y administración	Activa
	José Abraham Valarezo Sanchez	Accionariado	
	Marissa Ivonne Valarezo Sanchez	Accionariado	
	Mercedes Lorena Valarezo Sanchez	Accionariado	
Pronatcorp S.A.	Carlos Julio Valarezo Guzmán	Accionariado y administración	Activa
	José Abraham Valarezo Sanchez	Accionariado	
	Marissa Ivonne Valarezo Sanchez	Accionariado y administración	
	Mercedes Lorena Valarezo Sanchez	Accionariado	
Importfruit S.A.	Carlos Julio Valarezo Guzmán	Accionariado y administración	Activa
	José Abraham Valarezo Sanchez	Accionariado	
	Marissa Ivonne Valarezo Sanchez	Accionariado	
	Mercedes Lorena Valarezo Sanchez	Accionariado y administración	
Importmiramar S.A.	Carlos Julio Valarezo Guzmán	Accionariado y administración	Activa
	José Abraham Valarezo Sanchez	Accionariado	
	Marissa Ivonne Valarezo Sanchez	Accionariado	
	Mercedes Lorena Valarezo Sanchez	Accionariado	
Importadora Nagib S.A.	Carlos Julio Valarezo Guzmán	Accionariado	Activa
	José Abraham Valarezo Sanchez	Administración	
	Marissa Ivonne Valarezo Sanchez	Accionariado	
	Mercedes Lorena Valarezo Sanchez	Accionariado	
Importadora Degan S.A.	Carlos Julio Valarezo Guzmán	Accionariado	Activa
	José Abraham Valarezo Sanchez	Administración	
	Marissa Ivonne Valarezo Sanchez	Accionariado	
	Mercedes Lorena Valarezo Sanchez	Accionariado	
Exportgreen S.A.	Carlos Julio Valarezo Guzmán	Administración	Activa
	José Abraham Valarezo Sanchez	Accionariado y administración	
Laboratorio Abraham S.A. ABRAHAMLAB	José Abraham Valarezo Sanchez	Accionariado y administración	Activa
Natures Herbs S.A. NATUHERB	José Abraham Valarezo Sanchez	Accionariado y administración	Activa
Imporvarellano S.A.	José Abraham Valarezo Sanchez	Accionariado y administración	Activa
Fasarnex S.A.	Marissa Ivonne Valarezo Sanchez	Accionariado	Activa
Mednatcorp S.A.	Marissa Ivonne Valarezo Sanchez	Accionariado y administración	Activa
Importmova S.A.	Mercedes Lorena Valarezo Sanchez	Accionariado y administración	Activa
Clarv S.A.	Mercedes Lorena Valarezo Sanchez	Administración	Activa

Fuente: SCVS

La Junta General de Accionistas es el órgano supremo de la compañía, y tiene entre sus principales funciones el nombrar y remover al Presidente Ejecutivo y al Gerente General, aprobar cuentas y balances, decidir sobre el aumento o disminución de capital, entre otras atribuciones mencionadas en los estatutos. La administración está a cargo del Presidente Ejecutivo y del Gerente General, quienes tienen la representación legal de la compañía. Adicionalmente, existen gerencias para las diferentes áreas de la compañía, que incluyen la dirección comercial, la dirección administrativa, entre otras, que, a su vez, se subdividen en jefaturas estratégicamente establecidas para una operación efectiva. El organigrama de la empresa, en sus principales niveles, se detalla a continuación:

Fuente: CARVAGU S.A.

CARVAGU S.A. no tiene implementadas prácticas de Buen Gobierno Corporativo, sin embargo, opera en función de su administración, la misma que mantiene reuniones permanentes donde se analiza la situación de la empresa en cuanto a presupuestos, productividad, y demás indicadores de relevancia del negocio. No cuenta con un departamento de Control Interno, pero tiene un auditor de inventarios y un auditor de procesos, cuyas funciones son controlar que se cumplan las políticas y procedimientos en las diferentes áreas, sobre todo en el área de operaciones de la empresa.

Los principales administradores de la compañía cuentan con amplia experiencia y habilidades suficientes para desempeñar sus responsabilidades de acuerdo con sus cargos. En la generalidad de los casos la plana gerencial se ha mantenido sin mayores cambios a lo largo del tiempo, lo que ha generado sinergias entre las diferentes áreas, existe una baja rotación en los principales ejecutivos de la compañía.

EMPLEADO	CARGO
Carlos Julio Valarezo Guzmán	Presidente ejecutivo
Mercedes Lorena Valarezo Sánchez	Gerente general y directora comercial
Marissa Ivonne Valarezo Sánchez	Directora administrativa y marketing
Stefano Nagib Valarezo Sánchez	Director de compras y operaciones
José Abraham Valarezo Sanchez	Director de compras internacionales
Juan Pablo Alvear Torres	Jefe contabilidad
Glenda Gamboa	Jefe financiero
Fabián Calderón	Jefe de sistemas
Jenny Carolina Aguilera Castro	Jefe de RRHH

Fuente: CARVAGU S.A.

CARVAGU S.A. cuenta con 182 trabajadores, que se considera mantienen un rendimiento y nivel de satisfacción altos. Los trabajadores de la compañía están distribuidos entre empleados y operarios con participaciones del 57% y 43%, respectivamente. Cabe mencionar que a la fecha no presenta sindicatos ni comités de empresas que afecten al funcionamiento normal de la compañía, mantienen relaciones positivas con sus empleados.

La compañía maneja diferentes sistemas operativos para garantizar mayor agilidad, seguridad y eficiencia en sus procesos. A la fecha utiliza un sistema de producción/ SISPRO y un sistema integrado / SIAD, sistemas desarrollados por la compañía. Por su parte, la compañía maneja una multiplataforma para la facturación electrónica. La compañía mantiene una política de respaldo de información y tratamiento de la información confidencial.

Con todo lo expuesto en este acápite, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. opina que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han ajustado al desarrollo integral de todas las divisiones de la compañía.

CARVAGU S.A. es una compañía orientada a crear valor sustentable para todos los grupos de interés que forman la compañía o se relacionan con ella, principalmente trabajadores, accionistas, inversionistas, clientes, proveedores, socios y comunidades en las que se insertan sus instalaciones, contribuyendo a la sociedad.

Desde los inicios ha trabajado con un programa de responsabilidad social, que tiene como objetivo contribuir continuamente con la comunidad. Con este propósito, la compañía realizó varias donaciones durante los

años 2020-2021 a los municipios de Quito y Guayaquil. Así también, la compañía realizó donaciones de Inmunolive y Triple C Forte a distintos hospitales nacionales.

La compañía se preocupa por el desarrollo sostenible de la sociedad, que podría verse afectada por la actividad manufacturera, razón por la cual mantienen un enfoque de desarrollo sostenible en procesos de producción. Posee un modelo de gestión empresarial de Buenas Prácticas de Manufactura. Así también, se preocupa de causar el menor impacto ambiental; a través de la alianza estratégica entre Produbanco y el Centro Ecuatoriano de Eficiencia de Recursos (CEER) se realizó una evaluación de eficiencia de uso de recursos por cambio tecnológico por líneas de producción, se logró un menor consumo energético (reducción de más de 10.000 Kw/h) y menores emisiones de CO2 (7,6 toneladas de CO2 reducidas al año).

CARVAGU S.A. cuenta con una planta de fabricación diseñada bajo las normas de Buenas Prácticas de Manufactura (BPM), por lo que ha realizado inversiones importantes en tecnología de punta, personal calificado y cuenta con un equipo de investigación y desarrollo, lo que ha permitido que la compañía satisfaga las necesidades del consumidor final. De esta misma manera, la compañía aplica Buenas Prácticas de Almacenamiento (BPA) en la distribución, expendio e importación de los productos farmacéuticos y afines. Se encuentra en proceso de implementación de Buenas Prácticas de Manufactura para productos naturales y está trabajando en la implementación de la ISO 9001.

El Emisor se encuentra regulado por el Servicio de Rentas Internas, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Ministerio de Salud Pública del Ecuador, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS), Ministerio de Relaciones Laborales, Municipalidad de Guayaquil, Agencia Nacional y Regulación, Control, Vigilancia Sanitaria, ARCSA, entre otros, entidades que se encuentran vigilando el cumplimiento de las distintas normas y procesos.

La empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el Sistema de Seguridad Social, con el Servicio de Rentas Internas y un certificado del buró de crédito, evidenciando que la compañía se encuentra al día con las instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. CARVAGU S.A. es codeudor de operaciones con Inmobiliaria del Rio S.A. INMORIO por USD 4,03 millones, USD 288 mil con Natural Herbs S.A. NATUHERB y USD 27 mil con Superglam S.A. La compañía no cuenta con procesos judiciales vigentes. Bajo un orden de prelación el Emisor podría tener compromisos que podrían afectar la prelación en los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación.

NEGOCIO

CARVAGU S.A. es una empresa ecuatoriana comprometida con el cuidado de la salud y dedicada a la investigación, elaboración y distribución de productos naturales y orgánicos que benefician la calidad de vida de las personas. A través de la marca Nature's Garden es un actor importante en ventas a nivel nacional y cuenta con presencia en Panamá, Bolivia, Perú, El Salvador, Guatemala y Uruguay, la cual se extenderá hacia nuevos mercados a futuro.

CARVAGU S.A. desarrolla las actividades en dos segmentos importantes: medicinas y cosméticos, todos naturales, donde la más importante, por su participación dentro de los ingresos de la compañía, es la línea de naturales y medicinales (históricamente alrededor del 80% de las ventas).

Medicinal

- Incluye un amplio conjunto de medicinas, por ejemplo: para el hígado, la tos (Eucamiel), dolores musculares (Naprolive), entre otros.

Cosmética

- Una de las características principales es que la dermis la acepta fácilmente, no se utilizan sustancias químicas sintéticas. Por ejemplo: línea facial (Eligarden), línea capilar (Shampoo Herbal), entre otros.

Natural

- Incluye un amplio conjunto de medicina natural, entre ellos destaca productos elaborados a base de noni, linaza, alcachofa, entre otros.

Actualmente, CARVAGU S.A. elabora más de 80 productos en diferentes formatos y presentaciones. Esto se logra a través de capacidades avanzadas en el desarrollo de los ingredientes activos y formulaciones terapéuticas. Los mismos son comercializados en su mayoría a través de las principales cadenas del país, como son: Fybeca, Sana Sana, Pharmacys, Mi Comisariato, Supermaxi, Farmaenlace, entre otros. El restante lo distribuyen a través de su sistema puerta a puerta, donde personas naturales promocionan sus productos en las distintas ciudades del país.

El plan estratégico denota la expectativa de apertura de nuevos mercados internacionales, de acuerdo con tendencias de consumo mundiales hacia productos naturales y medicina alternativa. Por otro lado, destaca la necesidad de buscar eficiencias en los procesos productivos internos y mantener un control intensivo en los gastos.

Política Operacional

Como parte de la política de seguridad operacional, con el objetivo de reducir el riesgo de pérdidas en sus operaciones, CARVAGU S.A. mantiene vigente una póliza de seguro con Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A., de acuerdo con el siguiente detalle:

TIPO DE COBERTURA	VALOR ASEGURADO (USD)
Multiriesgo industrial	24.803.753,76

Fuente: CARVAGU S.A.

CLIENTES

CARVAGU S.A. mantiene una distribución diversificada de clientes, al 31 de agosto de 2021, entre los 5 principales clientes de la empresa representan el 59,46% de la cartera total de la compañía. Ningún cliente de forma individual supera el 15% sobre las ventas totales. Entre los clientes principales se encuentran: Distribuidora Farmacéutica DIFARE S.A. Farmaenlace Cía. Ltda., Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. FARCOMED, Econofarm S.A., entre otros menores. La compañía mantiene un índice de Herfindahl menor a 900 puntos, con lo que se considera diversificado el portafolio de clientes, más aún cuando se trata de las principales cadenas a nivel nacional.

CLIENTES	PARTICIPACIÓN VENTAS AGO 2021
Farmaenlace Cía. Ltda.	14,82%
Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana DIFARE S.A.	12,76%
Farmacias Y Comisariatos De Medicinas S.A. FARCOMED	11,67%
Econofarm S.A.	10,83%
CG de Haseth Cía. SA	9,38%
Grupofarma del Ecuador S.A.	8,79%
Corporación El Rosado S.A.	4,71%
Medifarm SRL	4,01%
Corporación Favorita C.A.	3,95%
Farmacia Santamartha S.A.	3,76%
Abad Hermanos Cía. Ltda.	2,39%

CLIENTES	PARTICIPACIÓN VENTAS AGO 2021
Distribuidora Comercial la Raíz Discomraiz S.A.	2,37%
Otros con participación menor al 2%	10,56%

Fuente: CARVAGU S.A.

A continuación, se enumeran las principales políticas de cobro:

- Los plazos para pagos serán de acuerdo con los días de crédito aprobado por el área de crédito y cobranzas, de acuerdo con las revisiones realizadas. El departamento de cobranzas realiza una revisión de cada cliente en el Buró de Crédito y en el Score Card.
- Para clientes nuevos se fija el plazo de crédito en función del monto.
- Existen descuentos por concepto de pronto pago hasta los 20 días.

CADENA DE SUMINISTROS

Por otro lado, CARVAGU S.A. mantiene una distribución diversificada de proveedores, al 31 de agosto de 2021, entre los 10 principales proveedores de la empresa representaron el 32% de la cartera total de la compañía. Entre los principales proveedores se encuentran Tecnoplast del Ecuador Cía. Ltda., Extractos y emolientes naturales EXTRANATURALECUADOR S.A., Codana S.A., entre otros menores. La compañía mantiene un índice de Herfindahl menor a 500 por lo que se considera altamente diversificado.

PROVEEDORES	PARTICIPACION AGOSTO 2021
Extractos y Emolientes Naturales EXTRANATURALECUADOR S.A.	15%
Tecnoplast Del Ecuador Cía. Ltda.	4%
Codana S.A.	2%
Dgmc Ecuador S.A.	2%
Foodchem International Corporation	2%
Pretorianos Segurity Cía. Ltda..	2%
Adhinflex SA	2%
Quimica Industrial Montalvo Aguilar Quimasa S.A.	1%
Frasco S.A. FRASCOSA	1%
Zhejiang Chemicals Import&Export Corporation	1%
Proveedores Quimicos Provequim C.A.	1%
Imprenta Mariscal Cía. Ltda.	1%
Resiquim S.A.	1%
Hidalgo Gonzabay Carlos Alberto	1%
Grupasa Grupo Papelero Cía. Ltda.	1%
Graficas Impacto GRAFIMPAC S.A.	1%
Right Team Holdings Limited	1%
Otros con participación menor al 1%	51%

Fuente: CARVAGU S.A.

- Los aspirantes a proveedores deben cumplir con estándares de calidad dispuestos por la compañía.
- Todas las adquisiciones mayores a USD 10 mil deben tener un contrato que identifique las condiciones y cláusulas de transferencia.

PRESENCIA BURSÁTIL

A la fecha del presente informe, CARVAGU S.A. no mantiene instrumentos vigentes en el Mercado de Valores. La presencia bursátil que ha mantenido el Emisor se detalle a continuación:

PRESENCIA BURSÁTIL	AÑO	APROBACIÓN	MONTO (USD)	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones	2012	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.12.0006323	1.500.000	Cancelada

Fuente: SCVS

En función de lo antes mencionado, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil.

INSTRUMENTO

Con fecha 07 de septiembre de 2021, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de CARVAGU S.A. aprobó la Segunda Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 10.000.000. La Emisión se dividió en tres clases, la Clase A, Clase B y Clase C por un monto total de hasta de USD 10.000.000.

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	A B C	USD 10.000.000	1.080 días 1.440 días 1.800 días	6,00% 6,50% 7,00%	Semestral, 1 año de gracia	Semestral Semestral Semestral
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados.					
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Destino de los recursos	Los recursos captados se destinarán en un 70% para la cancelación de pasivos con costo reduciendo cargas financieras, y con el 30% restante, 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.					
Valor nominal	USD 1,00					
Base de cálculos de intereses	Base comercial 30/360: corresponde a años de 360 días. 12 meses y 30 días cada mes.					
Sistema de colocación	Se negociará de manera bursátil					
Rescates anticipados	No contempla sorteos ni rescates anticipados.					
Underwriting	La emisión no contempla un contrato de underwriting.					
Estructurador financiero	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE)					
Representantes de obligacionistas	Valoraciones Técnicas S.A.					
Resguardos	▪ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ▪ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ▪ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación. En una razón mayor o igual a 1,25.					
Límite de endeudamiento	▪ Mantener durante el periodo de vigencia de la emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos de la empresa, todo esto en defensa de los intereses de los obligacionistas.					
Resguardos adicionales	▪ Limitar la distribución de dividendos hasta por el 20% del ejercicio del año anterior. ▪ No disminuir la cuenta por pagar con el accionista Carlos Julio Valarezo Guzmán, durante la vigencia de la emisión. ▪ Toda vez que se apruebe la emisión, constituir una fianza solidaria por parte del accionista Carlos Julio Valarezo Guzmán, por un valor de USD 5 millones					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

Las siguientes tablas de amortización se basan en un supuesto de colocación total de la emisión de acuerdo con el siguiente detalle para cada clase: Clase A: 50%, Clase B: 25% y Clase C 25%. Estos valores serán determinados al momento de la colocación y serán evaluados en revisiones posteriores.

AMORTIZACIÓN CLASE A	CAPITAL INICIAL (USD)	PAGO DE CAPITAL (USD)	PAGO DE INTERESES (USD)	TOTAL PAGO (USD)	SALDO DE CAPITAL (USD)
1	5.000.000	-	150.000	150.000	5.000.000
2	5.000.000	-	150.000	150.000	5.000.000
3	5.000.000	1.250.000	150.000	1.400.000	3.750.000
4	3.750.000	1.250.000	112.500	1.362.500	2.500.000
5	2.500.000	1.250.000	75.000	1.325.000	1.250.000
6	1.250.000	1.250.000	37.500	1.287.500	-

Fuente: POP

AMORTIZACIÓN CLASE B	CAPITAL INICIAL (USD)	PAGO DE CAPITAL (USD)	PAGO DE INTERESES (USD)	TOTAL PAGO (USD)	SALDO DE CAPITAL (USD)
1	2.500.000	-	81.250	81.250	2.500.000
2	2.500.000	-	81.250	81.250	2.500.000
3	2.500.000	416.667	81.250	497.917	2.083.333
4	2.083.333	416.667	67.708	484.375	1.666.667
5	1.666.667	416.667	54.167	470.833	1.250.000
6	1.250.000	416.667	40.625	457.292	833.333
7	833.333	416.667	27.083	443.750	416.667
8	416.667	416.667	13.542	430.208	-

Fuente: POP

AMORTIZACIÓN CLASE C	CAPITAL INICIAL (USD)	PAGO DE CAPITAL (USD)	PAGO DE INTERESES (USD)	TOTAL PAGO (USD)	SALDO DE CAPITAL (USD)
1	2.500.000	-	87.500	87.500	2.500.000
2	2.500.000	-	87.500	87.500	2.500.000
3	2.500.000	312.500	87.500	400.000	2.187.500
4	2.187.500	312.500	76.563	389.063	1.875.000
5	1.875.000	312.500	65.625	378.125	1.562.500
6	1.562.500	312.500	54.688	367.188	1.250.000
7	1.250.000	312.500	43.750	356.250	937.500
8	937.500	312.500	32.813	345.313	625.000
9	625.000	312.500	21.875	334.375	312.500
10	312.500	312.500	10.938	323.438	-

Fuente: POP

Al ser la calificación inicial del instrumento, el cumplimiento de los resguardos y límite de endeudamiento se verificará en revisiones posteriores. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que la Escritura Pública de Emisión no presenta inconsistencias desde el punto de vista legal. Al ser la calificación inicial todavía no se cuenta con información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos a emitirse, misma que se analizará en las revisiones de la presente calificación

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 31 de agosto de 2021, la compañía mantuvo un total de activos de USD 44,96 millones, de los cuales USD 29,52 millones fueron activos menos deducciones.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de monto máximo de emisión de la empresa, con información financiera cortada al 31 de agosto de 2021, evidenciando que el monto máximo de emisión fueron 23,61 millones. Se entiende como monto máximo: "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 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 complementarias. Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.".

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN	MONTO (USD)	
Activo Total		**44.960.043**
(-) Activos o impuestos diferidos		-1.560
(-) Activos gravados.		-10.238.758
Inventarios	-2.858.630	
Propiedad, planta y equipo	-7.380.127	
(-) Activos en litigio		
(-) Gastos anticipados		-2.051
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.		

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN	MONTO (USD)
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros. (-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados. (-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social. (-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.	-5.201.401
Total activos menos deducciones	**29.516.273**
Monto máximo de emisión (80% activos menos deducciones)	**23.613.019**

Fuente: CARVAGU S.A.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de agosto de 2021, presentó un monto máximo de emisión de USD 23,61 millones.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 31 de agosto de 2021, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos menos deducciones ofrece una cobertura de 1,27 veces sobre las demás obligaciones del Emisor. Por otro lado, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120% el monto excedido".

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Segunda Emisión de Obligaciones de CARVAGU S.A., representa el 42,86% del 200% del patrimonio al 31 de agosto de 2021 y el 85,73% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	MONTO USD
Patrimonio	11.664.851
200% patrimonio	23.329.702
Segunda Emisión de Obligaciones	10.000.000
Total emisiones/200% patrimonio	**42,86%**

Fuente: CARVAGU S.A.

PERFIL FINANCIERO

PERFIL HISTÓRICO

El presente análisis financiero fue realizado con base en los Estados Financieros de los años 2018, auditado por Audiholder C. Ltda., 2019, auditado por Garef Consulting Cía. Ltda. y 2020, auditado por Herrera Chang & Asociados C. Ltda. Los Estados Financieros auditados no presentaron opinión con salvedades.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

CARVAGU S.A. se dedica a la fabricación y venta de medicamentos de origen natural y otros productos naturales. La compañía comercializa los productos con la marca "Nature´s Garden", los que son distribuidos en farmacias, grandes cadenas de supermercados, micro mercados y autoservicios a nivel nacional.

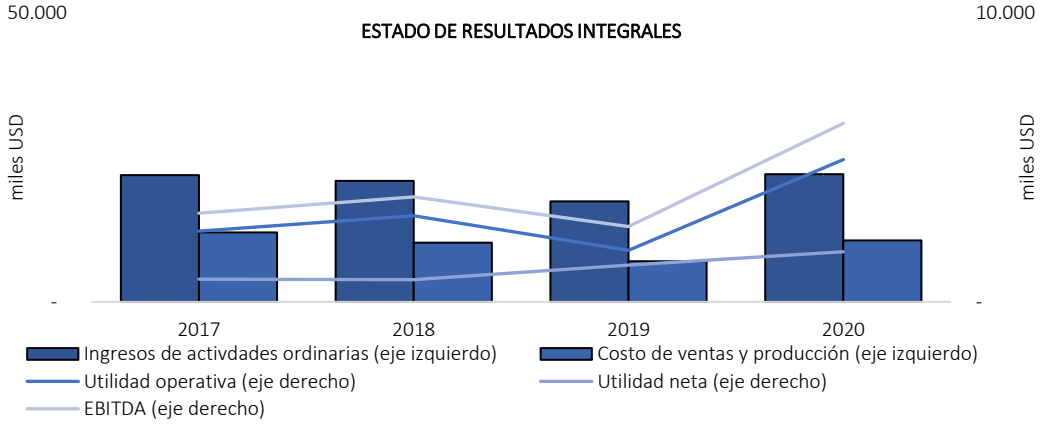
Los ingresos de la compañía se mantuvieron alrededor de los USD 20,5 millones durante el periodo de estudio 2018- 2020. Durante 2020 se registró el valor de ventas más alto del histórico, donde se alcanzó los USD 22,09 millones, impulsado por la crisis sanitaria derivada del Covid 19 y a la prevención y cuidado que tuvo la población en general para combatir al virus.

La compañía dentro de su planificación estratégica busca consolidar nuevos mercados internacionales en su portafolio de ventas. Actualmente mantienen presencia en Panamá, Bolivia, Perú, El Salvador y Guatemala, a través de representantes exclusivos de Nature´s Garden. Se espera seguir incrementando la participación en mercados internacionales para los próximos años. Hasta agosto 2021 ya se superó el monto de exportaciones registrado durante 2020, denotando la consolidación del enfoque estratégico de la compañía.

EXPORTACIONES	MONTO (USD)	PARTICIPACIÓN SOBRE TOTAL VENTAS
2018	615.520	2,94%
2019	797.209	4,59%
2020	1.158.230	5,24%
ago-21	1.323.460	12,05%

Fuente: CARVAGU S.A.

Sin embargo, hasta agosto 2021 las ventas registraron una reducción del 39%, valor que se atribuyó a menores ventas a las cadenas de farmacias por efecto de la vacunación progresiva de la población y a la menor demanda de productos preventivos.



Fuente: CARVAGU S.A.

El costo de ventas de la compañía presentó una participación promedio sobre las ventas del 48% durante el periodo 2018- 2020. Existió un comportamiento decreciente en la participación del costo de ventas, pasó de representar el 54,78% en 2018 a representar el 48,12% para 2020, este impacto se dio como respuesta a eficiencias obtenidas derivadas de un mayor control interno, así también como a la composición de las ventas, donde existen líneas de productos que aportan un mayor margen de contribución. Un factor que se debe destacar es que al aumentar las exportaciones el margen de contribución mejora de acuerdo con la obtención de mejores precios de venta al exterior. Este rubro alcanzó una participación del 40,80% hasta agosto de 2021, de acuerdo con las menores ventas registradas y la mayor participación de exportaciones.

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Los gastos operativos de la compañía se componen por gastos administrativos y gastos de ventas; donde los principales rubros son: sueldos y beneficios sociales, honorarios profesionales y publicidad. Durante el periodo 2018- 2020 la estructura operativa incrementó tanto en términos monetarios como relativos, de acuerdo con mayores gastos por concepto de sueldos y beneficios, honorarios profesionales y mayores gastos de publicidad. Sin embargo, este incremento se vio compensado por el mayor margen bruto registrado, dejando sin mayor impacto el incremento de la estructura operativa en la utilidad operativa. Para 2019 la estructura operativa alcanzó el valor monetario más alto dentro del periodo analizado, lo que combinado con una disminución en las ventas provocó un mayor peso relativo de los gastos operativos (participación del 49% sobre las ventas), los que deterioraron la participación de la utilidad operativa para 2019 (participación del 10% sobre las ventas).

El año 2020 presentó condiciones atípicas dentro del giro de negocio, producto de la crisis sanitaria derivada del Covid 19, las restricciones a la movilidad y paralización económica. CARVAGU S.A. logró disminuir los gastos de administración de manera importante sobre todo en gastos por concepto de arriendos, gastos de personal e IVA cargado al gasto. La combinación de un mayor margen bruto y la optimización de los gastos de administración permitieron alcanzar una utilidad operativa de 22%, valor más alto dentro del periodo analizado. Hasta agosto de 2021 se mantuvo una estructura operativa en términos monetarios similar a la presentada en agosto 2020; la utilidad operativa para agosto 2021 se presentó comparable a su similar de

2020 en términos relativos, alrededor del 21%. Esto a pesar de la fuerte caída en ventas registrada hasta agosto de 2021.

El EBITDA mantuvo un comportamiento creciente durante el periodo analizado, siendo mayor tanto en valores monetarios como en su participación sobre las ventas año tras año. La cobertura que ofreció el EBITDA sobre los gastos financieros y sobre la deuda con costo de corto plazo fue satisfactoria, cobertura de 3,62 veces sobre el gasto financiero y de 0,75 veces sobre la deuda con costo de corto plazo en 2020, evidenciando la solvencia que tiene la compañía. Hasta agosto de 2021 se mantuvo la participación relativa del EBITDA sobre las ventas; sin embargo, en términos reales la generación fue menor de acuerdo con la caída en las ventas y su consiguiente impacto en los resultados operativos. Hasta agosto 2021 se cuenta con una cobertura adecuada del EBITDA sobre los gastos financieros, mayor a 2,6 veces.

El gasto financiero de la compañía mostró una tendencia creciente en el periodo histórico al pasar de un monto de USD 1,17 millones en 2018 a USD 1,71 millones en 2020. Este comportamiento se debe a la evolución de la deuda con costo del Emisor, que pasó de un monto total de USD 10,84 millones a USD 17,59 millones en el mismo periodo. La participación relativa de los gastos financieros sobre las ventas fue siempre mayor, de acuerdo con la importancia que tuvieron las obligaciones con costo, representó el 7,72% de las ventas en 2020 (6,23% de las ventas para 2019). El incremento del gasto financiero se atribuye a las nuevas fuentes de fondeo que la compañía optó en los años 2018 y 2019. Para 2018 se negociaron facturas comerciales negociables en el Mercado de Valores por alrededor de USD 3,2 millones, así también se obtuvo un nuevo préstamo con Produbanco S.A. Para 2019 destacó la reestructuración de la deuda con costo a través de un nuevo préstamo de largo plazo con la Corporación Financiera Nacional (CFN), Produbanco S.A. y Banco Procredit S.A.

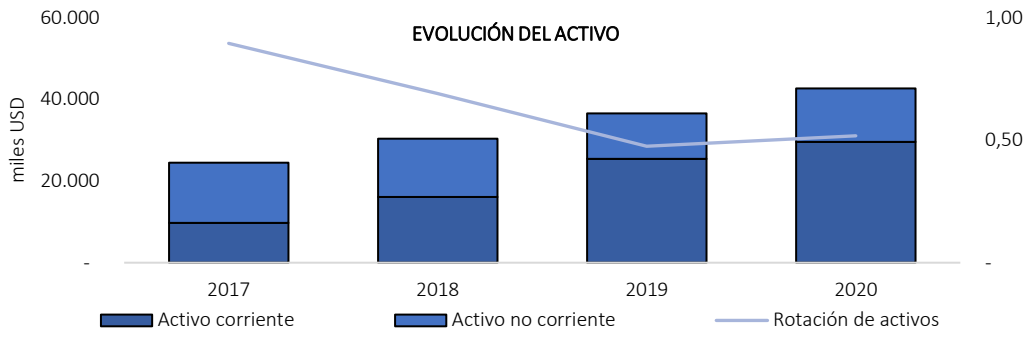
El gasto financiero creció para 2020 de acuerdo con la reestructuración de la deuda financiera al largo plazo con la CFN, Produbanco S.A. y Banco Bolivariano C.A. Para el periodo interanual se mantuvo la tendencia del gasto financiero, de acuerdo con las mayores obligaciones financieras mantenidas por la compañía y a las reestructuraciones logradas con Banco Pichincha C.A., Banco Bolivariano C.A. y Produbanco S.A. Se espera reestructurar parte de la deuda financiera mediante la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones, lo que daría holgura en los plazos de pago, sobre todo al contemplar periodos de gracia en el pago de capital.

Durante 2019 la compañía registró ingresos no operacionales por concepto de venta de activos intangibles por USD 4,59 millones, correspondiente a la venta de la marca HEPALIVE a Grupofarma del Ecuador S.A., por el que se reconocieron cuentas por pagar de largo plazo al accionista principal de la compañía. Este valor se vio compensado parcialmente por el reconocimiento de una pérdida por venta de un terreno ubicado en Mucho Lote al Fideicomiso Mall del Norte.

A pesar de las fluctuaciones en las ventas, costos y gastos de la compañía, los resultados siempre se han mantenido positivos, incluso ante escenarios menos favorables y situaciones de estrés. Los resultados mantuvieron una mayor representatividad sobre los ingresos, estos fueron de USD 767 mil en 2018 (3,67%), USD 1,27 millones en 2019 (7,30%) y USD 1,73 millones en 2020 (7,85%). En el periodo interanual se mantiene la tendencia antes comentada de los resultados del ejercicio, registrando una utilidad de USD 932 mil (8,48% sobre las ventas).

CALIDAD DE ACTIVOS

El activo de la compañía registró un comportamiento creciente entre el año 2017 y agosto 2021, fundamentado en mayores cuentas por cobrar comerciales, cuentas por cobrar relacionadas y un mayor aprovisionamiento de inventarios. Los días de cartera y los días de inventarios crecieron considerablemente durante el periodo analizado. Durante el periodo de análisis se deterioró la rotación de activos, alcanzó 0,89 para 2017, 0,69 para 2018, 0,48 para 2019 y finalmente 0,52 para 2020. Esto quiere decir que un dólar en activos representa cada vez un menor monto de ventas. Esta tendencia se acentuó para agosto 2021 donde la relación alcanzó 0,37, fruto de las menores ventas registradas y a mayores cuentas por cobrar relacionadas y mayores inventarios. Por su parte el retorno sobre el activo se situó en promedio del periodo 2018- 2020 en 3,32%, denotando que la compañía produce una rentabilidad atractiva sobre los activos que mantiene.



Fuente: CARVAGU S.A.

Las cuentas por cobrar clientes no relacionados mantuvieron un comportamiento estable entre 2017 y 2018 alrededor de los USD 3,02 millones, con periodos de cobro promedio cada 51 días. Sin embargo, para 2019 la cartera presentó un incremento sustancial, más del 100%, con lo que alcanzaron 129 días de cobro, deteriorando el flujo de actividades de operación, ya que los días de pago se encontraron en 104 días, lo que generó una brecha de liquidez en las actividades del giro ordinario de la compañía. Para 2020 y de acuerdo con las condiciones presentes en el medio logró una mejor recuperación, alcanzó los 83 días de cobro. Durante el periodo interanual la relación se ve deteriorada por la disminución en el nivel de ventas registrado. La compañía contabiliza a la totalidad de la cartera por vencer; sin embargo, reconoce una provisión por incobrabilidad para la cartera más antigua por USD 264 mil para 2020. Se debe considerar que una parte importante de la cartera corresponde a las principales cadenas comerciales nacionales.

CARTERA POR VENCER (USD)	2018	2019	2020	AGO 2021
Hasta 30 días	1.293.604	3.095.532	98.784	2.929.752
Hasta 60 días	1.125.620	670.001	1.187.406	433.720
Hasta 361 días	797.223	982.917	1.643.823	350.492
Mayor a 361 días	250.261	1.465.515	2.185.078	1.343.057
Total	**3.466.708**	**6.213.965**	**5.115.091**	**5.057.021**
(-) Provisión incobrables	-212.926	-278.011	-264.406	-264.406
Total neto	**3.253.782**	**5.935.954**	**4.850.685**	**4.792.615**

Fuente: CARVAGU S.A.

La compañía mantiene diversas cuentas por cobrar con empresas relacionadas, monto que ha tomado relevancia dentro del balance, alrededor del 18% para diciembre de 2020. Durante este año la compañía realizó préstamos a su relacionada Frabba S.A. para financiar sus actividades; de esta manera, USD 1,40 millones corresponden a venta de inventario y USD 2,04 millones a cuentas por cobrar por concepto de préstamo.

CUENTAS POR COBRAR RELACIONADAS (USD)	2017	2018	2019	2020	AGO-21
Frabba S.A.	1.977.458	4.121.313	1.523.758	3.433.758	4.389.787
Importadora Nagib S.A.	906.566	1.179.627	1.778.373	1.260.010	1.260.010
Natural Herbs S.A. NATUHERB		884.333	848.357	601.048	490.978
Import y Export World Live S.A.	537.667	670.640	1.215.552	1.201.413	1.201.413
Importadora Degan S.A. Manta		520.232	228.518	163.520	163.520
Servglum S.A.		176.593	187.414	187.414	187.414
Mednatcorp S.A.		76.830	102.088	123.214	123.214
Laboratorios Abraham S.A. ABRAMLAB		12.700	3.115	-	-
Inmobiliaria del Rio S.A. INMORIO	-	-	-	581.571	1.711.156
Importmova S.A.	-	-	30.687	7.148	19.271
Exportgreen S.A.	-	-	-	95.000	95.000
Isnava S.A.	-	-	2.185	3.176	8.434
Natutrading S.A.					122.438
Otras menores					443.621
Total	**3.421.691**	**7.642.268**	**5.920.047**	**7.657.272**	**10.216.256**

Fuente: CARVAGU S.A.

La compañía mantiene cuentas por cobrar relacionadas con Inmobiliaria del Rio S.A. INMORIO a quien se otorgó préstamos a través de acuerdos de mutuo. Esta cuenta incrementó durante el año 2021 de acuerdo con un mayor desembolso de recursos a la empresa relacionada.

Los inventarios de la compañía mantuvieron una tendencia creciente durante el periodo de estudio 2017-2020. Durante los años 2017 y 2018 la compañía mantuvo valores de inventarios relativamente estables, alrededor de los USD 3 millones, lo que representó 78 días y 112 días de inventarios para 2017 y 2018, respectivamente. En 2019 existió un incremento pronunciado en el nivel de inventarios, principalmente por provisión de materias primas durante el año. Los días de inventarios aumentaron hasta llegar a los 485 días. Para 2020 los inventarios incrementaron nuevamente; sin embargo, producto del incremento en las ventas durante el año los días de inventarios alcanzaron los 396 días. En 2020 los inventarios se convirtieron en la cuenta más significativa dentro del activo con una participación del 27,47%. Durante el periodo interanual la combinación de menores ventas y un mayor aprovisionamiento de inventarios resultó en 732 días de inventarios, lo que supondría un aprovisionamiento para alrededor de 2 años. Este aprovisionamiento debería suponer una menor necesidad operativa de fondos para lo que resta del año.

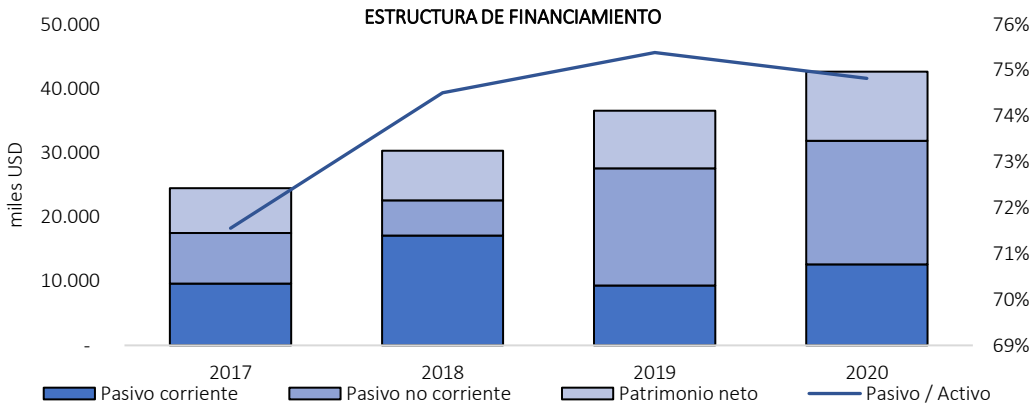
La compañía mantiene terrenos y edificios e instalaciones registrados como propiedades de inversión. Durante 2019 la compañía vendió un terreno ubicado en Mucho Lote al Fideicomiso Mall del Norte por un monto de USD 1.175.000 y registró una pérdida en la venta por USD 2,89 millones como otras pérdidas no operacionales. Durante 2020 CARVAGU S.A. compró un terreno en la parroquia rural de Chongón por un valor de USD 2.030.000.

Adicionalmente, la compañía mantiene desde el año 2019 un rubro de otros activos no corrientes, los que se encuentran conformados por activos disponibles para la venta, cuyo valor no ha presentado variaciones significativas entre 2019 y agosto 2021.

La compañía mantiene un indicador de liquidez por encima de 2 durante los últimos años, el que se ha visto condicionado por el incremento en la cartera comercial, cuentas por cobrar a empresas relacionadas y al aprovisionamiento de inventarios comentado con anterioridad.

ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO

Históricamente, la compañía ha mantenido una estructura de capital estable, al financiar desde el año 2018 hasta agosto de 2021 el 75% de los activos de la compañía a través de recursos de terceros y la diferencia con recursos propios. Las principales alternativas de fondeo en orden de importancia lo constituyeron: entidades financieras, cuentas por pagar relacionadas y proveedores. Durante el periodo analizado, el pasivo total se concentró mayoritariamente en el largo plazo, de acuerdo con las cuentas por pagar relacionadas de largo plazo. El financiamiento de los activos a través de recursos propios se ha mantenido alrededor del 25% en el periodo de estudio, denotando un apalancamiento en niveles de 3 desde 2018 hasta agosto 2021.



Fuente: CARVAGU S.A.

El financiamiento obtenido a través de entidades financieras fue creciente en el periodo analizado, con un monto mínimo en 2017 de USD 7,18 millones (tanto en el corto como en el largo plazo) y un máximo de USD 17,59 millones en 2020 (USD 20,61 millones para agosto 2021). El financiamiento bancario es la principal fuente de fondeo externo de la compañía y el comportamiento incremental registrado históricamente se

atribuye a la necesidad operativa de fondos de acuerdo con el crecimiento de la cartera comercial, las cuentas por cobrar relacionadas y al mayor aprovisionamiento de inventarios.

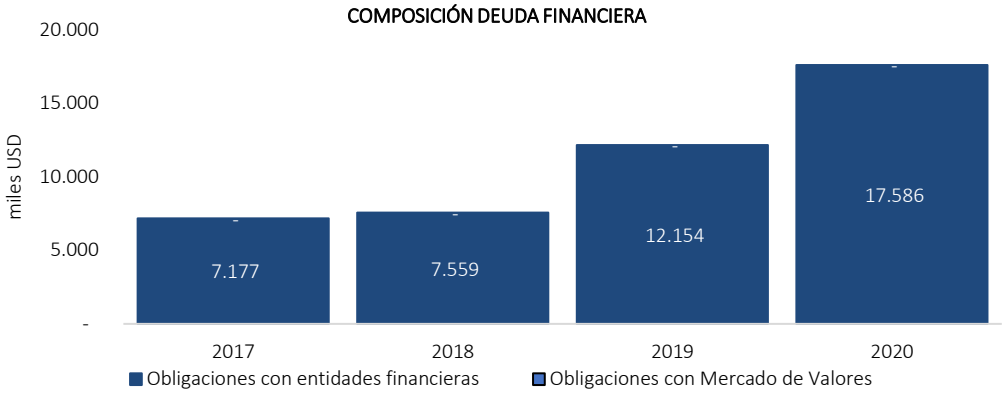
FUENTES DE FINANCIAMIENTO (USD)	2017	2018	2019	2020	AGO-21
Corto plazo					
Banco Bolivariano C.A.	-	-	-	1.000.000	444.444
Banco Procredit S.A.	309.826	449.509	227.180	179.586	61.182
Banco Pacífico S.A.	309.826	-	-	-	-
Banco de la Producción Produbanco S.A.	1.580.261	3.137.872	1.164.091	4.148.516	4.685.365
Banco General Rumiñahui S.A.	47.224	-	-	-	-
Banco Guayaquil S.A.	341.671	-	-	-	-
Banco de Pichincha C.A.	1.972.305	1.725.415	2.012.120	2.212.733	2.821.975
Corporación Financiera Nacional			1.202.946	647.954	178.300
Total corto plazo	4.561.113	5.312.796	4.606.337	8.188.789	8.191.267
Largo plazo					
Banco Bolivariano S.A.	-	-	-	1.000.000	1.444.444
Corporación Financiera Nacional	-	-	4.528.499	5.196.541	5.196.541
Banco de la Producción Produbanco S.A.	2.371.693	1.333.812	1.754.750	1.550.314	4.128.941
Banco Procredit S.A.	243.792,00	912.648	1.264.432	1.650.313	1.650.313
Total largo plazo	2.615.485	2.246.460	7.547.681	9.397.168	12.420.239
Total deuda con costo	7.176.598	7.559.256	12.154.018	17.585.957	20.611.506

Fuente: CARVAGU S.A.

La compañía históricamente ha incrementado una concentración en obligaciones con costo de corto plazo. Este comportamiento viene atado a la mayor necesidad operativa de fondos, principalmente de acuerdo con el incremento en la cartera comercial y en la baja rotación de inventarios presente durante los últimos años. La necesidad operativa de fondos se presentó creciente durante los últimos tres años y alcanzó el valor máximo en agosto 2021, de acuerdo con las mayores cuentas por cobrar relacionadas, principalmente con Frabba S.A. e Inmobiliaria del Rio S.A. por concepto de préstamos otorgados.

El comportamiento comentado influyó en un mayor servicio de la deuda entre 2017 y 2019, el que se vio compensado con el excedente de caja presente en 2020. A pesar del incremento constante en las obligaciones financieras, la compañía mantiene un perfil de vencimientos de la deuda conveniente, principalmente por el préstamo otorgado por la CFN con vencimiento hasta el año 2033. Sin embargo, la compañía debe hacer frente a obligaciones de corto plazo con Banco del Pichincha C.A. y Produbanco S.A. por montos considerables, los que se espera reestructurar mediante la nueva emisión de obligaciones.

La compañía mantiene años de pago con EBITDA y con flujo libre aceptables de acuerdo con los vencimientos de la deuda, estos se encuentran entre 1 y 5 años, cuando parte de la deuda existente tiene un perfil de vencimiento mayor.

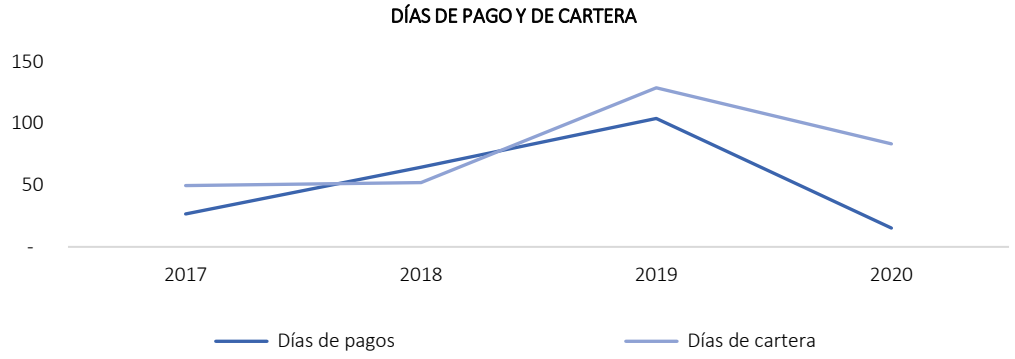


Fuente: CARVAGU S.A.

La compañía fondea parte importante de su operación a través de cuentas por pagar a relacionados de largo plazo. Con fecha 8 de mayo de 2017 la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros negó un incremento de capital tramitado por CARVAGU S.A. reclasificando las cuentas que integraban este incremento al pasivo largo plazo como cuentas por pagar relacionadas. El valor registrado en este rubro ha

disminuido durante el periodo de análisis. De la misma manera, durante 2019 se vendió la marca del producto Hepalive a Grupofarma del Ecuador S.A., transacción que generó una cuenta por pagar al accionista principal de la compañía por USD 7,80 millones, este valor se ha mantenido inalterado hasta agosto 2021.

Las cuentas por pagar no relacionadas están compuestas en su mayor parte por financiamiento con proveedores. Estas cuentas presentaron una disminución importante para 2020 y hasta agosto 2021, lo que produjo que los días de recuperación de cartera sean mayores a los días de pago. Este comportamiento ocasiona una presión sobre la disponibilidad de efectivo y motiva a la compañía a buscar fuentes de financiamiento de terceros para cubrir el descalce natural de su operación, como pueden ser operaciones de *factoring*. Para agosto 2021 los días de cobro alcanzaron los 110 días mientras que los días de pago alcanzaron los 9 días.



Fuente: CARVAGU S.A.

CARVAGU S.A. mantiene un convenio de pago con respecto a una glosa del año 2016, los pagos se han realizado puntualmente de acuerdo con el cronograma estipulado. La tabla de amortización finaliza en agosto de 2022. Este particular se encuentra bajo el rubro otras cuentas por pagar.

El capital social presentó un incremento progresivo durante el periodo analizado, en 2018 se realizó una capitalización de USD 1,8 millones; alcanzando un capital suscrito de USD 2,10 millones. El patrimonio se encuentra compuesto principalmente por el capital social y los resultados acumulados de años anteriores. La compañía ha fortalecido su posición patrimonial con la retención de los resultados de los ejercicios anteriores, con lo que han mantenido una estructura de capital donde financian el 25% del activo con recursos propios, manteniendo de esta manera un apalancamiento en niveles constantes.

PERFIL PROYECTADO

PROYECCIONES DE GLOBALRATINGS

PREMISAS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	CRITERIO
	REAL				PROYECTADO						
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	21.908	20.910	17.374	22.090	-10%	3%	3%	3%	3%	3%	
Costo de ventas y producción	55%	49%	41%	48%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	% ventas
Gasto de ventas	-17%	-21%	-27%	-19%	-24%	-24%	-24%	-24%	-24%	-24%	% ventas
Cuentas por cobrar (CP)	14%	14%	36%	23%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	% ventas
Provisiones	6%	7%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	% C x C
Inventarios	22%	31%	135%	110%	200%	130%	130%	130%	130%	130%	% CV
Cuentas por pagar (CP)	7%	18%	29%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	% CV

Fuente: CARVAGU S.A.

El análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. Es importante mencionar que GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. procedió a estresar las proyecciones realizadas por el estructurador financiero con la idea de analizar la capacidad de reacción de la compañía en situaciones adversas a las proyectadas. De esta manera se proyectó un escenario estresado con menores ventas y una mayor participación del costo de ventas. En el análisis histórico, el Emisor registró una

tendencia decreciente en el nivel de ventas entre 2017 y 2019 que se revirtió para el 2020 como consecuencia de la crisis derivada de la emergencia sanitaria del Covid 19, a la prevención y al cuidado que tuvo la población en general para combatir al virus.

Para 2021 y probablemente fruto de la vacunación masiva, la población disminuyó la demanda de productos preventivos naturales y a agosto existió una disminución en el nivel de ingresos del 39%. Por esta razón, para el cierre del año y bajo un escenario conservador se estima un decrecimiento del 10% en el nivel de ventas. Conforme la economía se vaya reactivando y retomando los niveles de operación normal, se esperan crecimientos ralentizados del año 2022 en delante de 3%. Para 2021 y fruto de un enfoque mayor en el mercado internacional la participación del costo disminuyó hasta alcanzar el 40,80%, lo que ocasionó un incremento en los márgenes de la compañía. Bajo un escenario conservador se prevé una participación del costo de 42,50% para periodos posteriores.

Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas manteniendo su estructura flexible y variable, en función del comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a las deudas con costo, tanto proveniente de entidades bancarias como del Mercado de Valores.

Se prevé que la empresa tenga una generación de EBITDA constantemente creciente, la que cubriría los gastos financieros para la totalidad de los periodos proyectados y las obligaciones de corto plazo que mantenga la compañía. Se proyecta que los años de pago con EBITDA disminuyan en rangos menores a 4 años, lo que se considera aceptable. No obstante, la proyección de un flujo de efectivo libre negativo para finales de 2021, para el periodo proyectado se estima que las cuentas por cobrar relacionadas se mantengan en valores constantes a los presentados hasta agosto sin presionar el flujo lo que generaría un flujo de efectivo suficiente para cubrir el servicio de la deuda. La cobertura del servicio de la deuda se proyecta creciente, presentando valores mayores a la unidad para periodos futuros tal como ha sido históricamente.

Con estas premisas se proyectan resultados positivos para todos los años con la utilidad neta representado alrededor del 5% de las ventas generadas, escenario conservador al compararlo con el desempeño de los últimos periodos históricos. Los retornos sobre el patrimonio (ROE) y sobre activos (ROA) se proyectan aceptable frente a inversiones alternativas de menor riesgo, incluso bajo escenarios de estrés.

Se estima que la cartera se mantendrá en valores constantes para el año 2021 con 97 días de cartera para el periodo proyectado, coherente con el histórico, comportamiento dado por la composición de clientes que posee la compañía, los que tienen un poder de negociación alto y fijan términos de pago mínimos.

La compañía mantiene un alto stock de mercadería terminada, se proyectan 720 días de inventarios para 2021 (732 días a agosto 2021), los que se estabilizarían en 468 días para años posteriores. Se mantendría un bajo apalancamiento de proveedores, proyectándose 14 días de pago para los siguientes años, situación que ya se refleja a agosto de 2021 (9 días de pago).

Para periodos futuros se estima que el índice de liquidez se incremente de acuerdo con la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones y la consecuente reestructuración de pasivos a lo que se agrega el alto nivel de inventarios y la permanencia de la cartera relacionada en el corto plazo a pesar de su continua refinanciación.

El apalancamiento que mantiene la compañía se encuentra en valores de 3 durante los últimos periodos y se espera disminuya progresivamente en periodos futuros, producto de resultados acumulados en cuentas patrimoniales. La emisión bajo análisis no incrementa el apalancamiento de manera significativa debido a que el 70% de los recursos captados se destinará a la refinanciación de pasivos.

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

AA (+)

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

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

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

El Informe de Calificación de la Segunda Emisión de Obligaciones de CARVAGU S.A., ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Firmado electrónicamente por:
HERNAN ENRIQUE LOPEZ AGUIRRE

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General

ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGO 2020	AGO 2021
	REAL				PROYECTADO						INTERANUAL	
ACTIVO	**24.482**	**30.327**	**36.567**	**42.628**	**47.486**	**41.920**	**41.228**	**41.357**	**41.450**	**41.360**	**38.702**	**44.960**
ACTIVO CORRIENTE	**9.745**	**16.087**	**25.381**	**29.561**	**34.957**	**30.002**	**29.924**	**30.668**	**31.373**	**31.875**	**25.624**	**31.422**
Efectivo y equivalentes al efectivo	413	1.232	1.618	4.689	1.590	2.067	1.491	1.722	1.899	1.857	1.392	2.016
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	3.020	3.029	6.214	5.115	5.368	5.529	5.695	5.866	6.042	6.223	8.301	5.020
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados CP	3.422	7.642	5.920	7.657	10.216	10.216	10.216	10.216	10.216	10.216	5.435	10.216
Inventarios	2.608	3.183	9.491	11.683	16.899	11.314	11.653	12.003	12.363	12.734	8.933	13.676
Otros activos corrientes	283	1.001	2.138	417	883	876	869	861	853	845	1.562	494
ACTIVO NO CORRIENTE	**14.737**	**14.239**	**11.186**	**13.068**	**12.529**	**11.918**	**11.304**	**10.689**	**10.077**	**9.485**	**13.078**	**13.538**
Propiedades, planta y equipo	10.106	10.253	11.173	11.619	11.771	11.871	11.971	12.071	12.171	12.271	11.432	11.771
Propiedad de inversión	9.422	9.422	5.359	7.350	7.380	7.380	7.380	7.380	7.380	7.380	7.389	7.380
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(4.873)	(5.523)	(6.165)	(6.799)	(7.490)	(8.182)	(8.874)	(9.566)	(10.257)	(10.949)	(6.533)	(7.111)
Otros activos no corrientes	-	-	765	745	745	745	745	745	745	745	745	745
Otros activos no corrientes	82	86	55	153	124	105	83	59	39	39	46	754
PASIVO	**17.518**	**22.596**	**27.567**	**31.895**	**35.818**	**29.101**	**27.192**	**26.125**	**24.949**	**23.506**	**26.817**	**33.295**
PASIVO CORRIENTE	**9.604**	**17.119**	**9.343**	**12.619**	**10.112**	**8.645**	**9.187**	**8.213**	**7.941**	**7.485**	**7.666**	**11.566**
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	888	1.832	2.035	450	338	348	359	369	380	392	1.260	162
Obligaciones con entidades financieras CP	4.561	5.313	4.606	8.189	6.498	1.292	1.993	3.635	4.279	4.487	4.656	8.187
Obligaciones emitidas CP	-	-	-	-	-	3.958	3.958	1.458	625	-	-	-
Anticipo de clientes CP	1.299	3.050	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos corrientes	2.856	6.925	2.702	3.980	3.276	3.046	2.877	2.751	2.657	2.607	1.751	3.217
PASIVO NO CORRIENTE	**7.914**	**5.476**	**18.224**	**19.276**	**25.706**	**20.456**	**18.005**	**17.912**	**17.008**	**16.021**	**19.151**	**21.729**
Obligaciones con entidades financieras LP	2.615	2.246	7.548	9.397	6.363	5.071	6.579	7.944	7.665	6.678	8.500	12.422
Obligaciones emitidas LP	-	-	-	-	10.000	6.042	2.083	625	-	-	-	-
Cuentas y documentos por pagar relacionadas LP	4.608	2.483	10.281	9.259	8.624	8.624	8.624	8.624	8.624	8.624	10.281	8.624
Provisiones por beneficios a empleados LP	691	747	396	385	385	385	385	385	385	385	370	349
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	234	333	333	333	333	333	333	-	333
PATRIMONIO NETO	**6.964**	**7.731**	**9.000**	**10.733**	**11.668**	**12.819**	**14.037**	**15.232**	**16.501**	**17.854**	**11.885**	**11.665**
Capital suscrito o asignado	300	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100
Reserva legal	555	629	833	833	1.006	1.006	1.006	1.006	1.006	1.006	833	1.006
Superávit por revaluación	3.256	3.256	1.308	1.308	1.308	1.308	1.308	1.308	1.308	1.308	1.308	1.308
Ganancias o pérdidas acumuladas	2.068	975	3.486	4.755	6.315	7.250	8.401	9.619	10.814	12.083	4.755	6.315
Ganancia o pérdida neta del periodo	785	767	1.269	1.733	934	1.151	1.217	1.195	1.269	1.354	2.885	932
Otras cuentas patrimoniales	-	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGO 2020	AGO 2021
	REAL				PROYECTADO						INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias	21.908	20.910	17.374	22.090	19.881	20.478	21.092	21.725	22.377	23.048	18.025	10.985
Costo de ventas y producción	12.002	10.216	7.047	10.630	8.450	8.703	8.964	9.233	9.510	9.795	9.772	4.482
Margen bruto	**9.906**	**10.694**	**10.327**	**11.460**	**11.432**	**11.775**	**12.128**	**12.492**	**12.867**	**13.253**	**8.252**	**6.503**
(-) Gastos de administración	(3.699)	(3.374)	(3.779)	(2.343)	(3.020)	(3.171)	(3.330)	(3.496)	(3.671)	(3.855)	(1.479)	(1.660)
(-) Gastos de ventas	(3.759)	(4.340)	(4.764)	(4.193)	(4.772)	(4.915)	(5.062)	(5.214)	(5.370)	(5.531)	(2.889)	(2.530)
Utilidad operativa	**2.448**	**2.980**	**1.783**	**4.923**	**3.640**	**3.689**	**3.736**	**3.781**	**3.825**	**3.866**	**3.885**	**2.313**
(-) Gastos financieros	(1.725)	(1.170)	(1.082)	(1.706)	(1.810)	(1.503)	(1.405)	(1.459)	(1.356)	(1.230)	(1.064)	(1.101)
Ingresos (gastos) no operacionales netos	711	(347)	2.279	(120)	(420)	(450)	(495)	(519)	(556)	(595)	65	(280)
Utilidad antes de participación e impuestos	**1.434**	**1.462**	**2.980**	**3.098**	**1.409**	**1.737**	**1.836**	**1.803**	**1.914**	**2.042**	**2.885**	**932**
(-) Participación trabajadores	(215)	(219)	(447)	(465)	(211)	(260)	(275)	(270)	(287)	(306)	-	-
Utilidad antes de impuestos	1.219	1.243	2.533	2.633	1.198	1.476	1.561	1.532	1.627	1.735	2.885	932
(-) Gasto por impuesto a la renta	(434)	(476)	(1.264)	(900)	(264)	(325)	(343)	(337)	(358)	(382)	-	-
Utilidad neta	**785**	**767**	**1.269**	**1.733**	**934**	**1.151**	**1.217**	**1.195**	**1.269**	**1.354**	**2.885**	**932**
EBITDA	3.068	3.629	2.604	6.176	4.893	4.941	4.989	5.034	5.078	5.119	4.281	2.954

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MILES USD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGO 2020	AGO 2021
	REAL				PROYECTADO						INTERANUAL	
Flujo Actividades de Operación	1.117	3.714	(16.019)	2.337	(7.302)	7.635	1.836	1.843	1.932	2.023	937	(4.857)
Flujo Actividades de Inversión	(839)	(147)	2.214	(2.511)	(743)	(661)	(661)	(661)	(661)	(661)	(2.318)	(511)
Flujo Actividades de Financiamiento	(411)	(2.748)	14.191	3.245	4.947	(6.498)	(1.751)	(951)	(1.093)	(1.404)	1.155	2.695
Saldo Inicial de Efectivo	545	413	1.232	1.618	4.689	1.590	2.067	1.491	1.722	1.899	1.618	4.689
Flujo del Período	(133)	819	386	3.071	(3.099)	477	(576)	231	177	(42)	(226)	(2.673)
Saldo Final de Efectivo	413	1.232	1.618	4.689	1.590	2.067	1.491	1.722	1.899	1.857	1.392	2.016

ÍNDICES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	REAL				PROYECTADO					
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	1,01	0,94	2,72	2,34	3,46	3,47	3,26	3,73	3,95	4,26
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	0,55	0,76	0,34	0,40	0,28	0,30	0,34	0,31	0,32	0,32
Pasivos Totales / Activos Totales	0,72	0,75	0,75	0,75	0,75	0,69	0,66	0,63	0,60	0,57
Deuda Financiera / Pasivos Totales	0,41	0,33	0,44	0,55	0,64	0,56	0,54	0,52	0,50	0,47
Deuda LP / Activos Totales	0,11	0,07	0,21	0,22	0,34	0,27	0,21	0,21	0,18	0,16
EBITDA / Gastos Financieros	1,78	3,10	2,41	3,62	2,70	3,29	3,55	3,45	3,75	4,16
Utilidad Operacional / Ventas	0,11	0,14	0,10	0,22	0,18	0,18	0,18	0,17	0,17	0,17
Margen Bruto / Ventas	0,45	0,51	0,59	0,52	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58
Utilidad Neta / Patrimonio	0,11	0,10	0,14	0,16	0,08	0,09	0,09	0,08	0,08	0,08

DEUDA NETA (MILES USD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	REAL				PROYECTADO					
Obligaciones con entidades financieras CP	4.561	5.313	4.606	8.189	6.498	1.292	1.993	3.635	4.279	4.487
Obligaciones emitidas CP	-	-	-	-	-	3.958	3.958	1.458	625	-
Obligaciones con entidades financieras LP	2.615	2.246	7.548	9.397	6.363	5.071	6.579	7.944	7.665	6.678
Obligaciones emitidas LP	-	-	-	-	10.000	6.042	2.083	625	-	-
Subtotal deuda	**7.177**	**7.559**	**12.154**	**17.586**	**22.861**	**16.363**	**14.613**	**13.662**	**12.569**	**11.165**
Efectivo y equivalentes al efectivo	413	1.232	1.618	4.689	1.590	2.067	1.491	1.722	1.899	1.857
Activos financieros disponibles para la venta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda neta	**6.764**	**6.327**	**10.536**	**12.897**	**21.271**	**14.297**	**13.122**	**11.940**	**10.670**	**9.307**

INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	REAL				PROYECTADO					
Deuda neta (miles USD)	6.764	6.327	10.536	12.897	21.271	14.297	13.122	11.940	10.670	9.307
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	1.117	3.714	(16.019)	2.337	(7.302)	7.635	1.836	1.843	1.932	2.023
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	4.740	4.381	13.670	16.348	21.929	16.495	16.990	17.499	18.024	18.565
Años de pago con EBITDA (APE)	2,2	1,7	4,0	2,1	4,3	2,9	2,6	2,4	2,1	1,8
Años de pago con FLE (APF)	6,1	1,7	-	5,5	-	1,9	7,1	6,5	5,5	4,6
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	1.312	4.500	4.777	1.624	8.409	5.933	5.165	5.688	4.550	4.277
Razón de cobertura de deuda DSCRC	2,34	0,81	0,55	3,80	0,58	0,83	0,97	0,88	1,12	1,20

La calificación otorgada por GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.globalratings.com.ec, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.
REGULACIONES A LAS QUE SE DA CUMPLIMIENTO CON EL PRESENTE INFORME	
FACTORES DE RIESGO	Literal g, h, i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
IMPACTO DEL ENTORNO	Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
IMPACTO DEL SECTOR	Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
EMPRESAS VINCULADAS	Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
OPERACIÓN DE LA EMPRESA	Literales c, e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3, 4 y 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
INSTRUMENTO	Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
MONTO MÁXIMO EMISIÓN	Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
200% PATRIMONIO	Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. 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.