

## Resumen Calificación Segunda Emisión de Obligaciones (Estados Financieros febrero 2020)

# COHERVI S.A.

### Calificación

Mariana Ávila

Gerente de Análisis

[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

Hernán López

Gerente General

[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Segunda Emisión de Obligaciones	AA	+	Revisión	Calificación de Obligaciones

### 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 ante 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.

### Fundamentos de Calificación

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., en comité No. 127-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 30 de abril de 2020, con base en los estados financieros auditados de los periodos 2016, 2017 y 2018, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha 31 de diciembre de 2019 y 29 febrero de 2020, califica en Categoría AA (+), a la Segunda Emisión de Obligaciones COHERVI S.A. (Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2019-00038516 con fecha 05 de Diciembre de 2019, por un monto de hasta USD 4.000.000,00).

La calificación se sustenta en el crecimiento y desarrollo del emisor que le han permitido posicionarse dentro del mercado en el que opera, evidenciando una tendencia creciente en los últimos años. Al respecto:

- El sector comercial constituye uno de los principales dinamizadores de la economía. El sector comercial afrontó un crecimiento sostenido durante la última década, impulsado por el aumento de la inversión y el consumo privado, que presenta oportunidades de desarrollo dadas las nuevas tecnologías y canales de comercialización. Actualmente, dada la situación socioeconómica a nivel nacional, el sector comercial depende en gran medida del desarrollo de canales alternativos de comercialización, el consumo de productos de primera necesidad se ha visto impactado en menor magnitud que el sector en general.

- La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y las consecuencias económicas son muy difíciles de proyectar. Pensar el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es difícil de predecir. En este contexto la compañía ha demostrado fortalezas que le permiten sortear el escenario antes mencionado.
- COHERVI S.A. no mantiene implementados lineamientos de Gobierno Corporativo, sin embargo, mantiene un Directorio no estatutario. La Plana Ejecutiva se reúne permanentemente, cada vez que sea necesario y cuando se presentan temas relevantes que ameriten la presencia de los directivos.
- En el año 2018, la compañía afrontó una reestructuración a nivel gerencial, que permitió reorganizar la gestión operativa de la empresa, alcanzando una optimización en el manejo de recursos y una mayor exposición y posicionamiento en el mercado. Adicionalmente, una replanificación de la estrategia recuperando al cliente mayorista a través de políticas de crédito favorables permitirá ver resultados en el corto y mediano plazo.
- En lo que respecta a la posición financiera, la compañía presenta índices de liquidez adecuados para cumplir con sus obligaciones en el corto plazo y una cobertura adecuada del servicio de la deuda. La compañía presentó una

optimización constante del costo de ventas, lo que le permitió, a pesar de una reducción de sus ingresos para el 2019, mantener un margen bruto superior al del año 2018, y que para el 2020 proyecta mejores resultados. La disminución de los ingresos de COHERVI S.A. para el 2019 se dio por factores exógenos, como fue el paro nacional en octubre de 2019.

- Dado el segmento en el cual se encuentra COHERVI S.A., a pesar de la crisis sanitaria que afecta al país, sus ventas se han visto incrementadas duplicando lo reportado el año pasado, proyectando un crecimiento sostenido para el 2020 que se mantendrá a través de la correcta implementación de sus procesos y políticas.

## Objetivo del Informe y Metodología

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Segunda Emisión de Obligaciones COHERVI S.A. como empresa dedicada a la venta al por mayor de productos de consumo masivo, venta al por menor de productos diversos para el consumidor, actividades comerciales a cargo de comisionistas y venta al por menor en supermercados, a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.

Global Ratings 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 Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. respecto a éstas, ha sido fruto de un análisis realizado mediante un set de parámetros que cubren: sector y posición que ocupa la empresa, administración de la empresa, características financieras de la empresa y garantías y resguardos que respaldan la emisión.

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 ponderación máxima en todos los aspectos que se analicen tiene que ver con 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. Los demás aspectos tales como sector y posición de la empresa calificada en la industria, administración, situación financiera y el cumplimiento de

- Las garantías que respaldan la emisión se han cumplido cabalmente, generando una cobertura adecuada sobre límites preestablecidos. La compañía ha cumplido con las obligaciones puntualmente sin presentar retrasos en los pagos de las obligaciones emitidas.
- El análisis de las proyecciones, en un escenario conservador, evidencia una generación de flujo adecuado para el cumplimiento de las obligaciones emanadas de la presente Emisión y demás compromisos financieros. y da como resultado un flujo positivo al término del año 2024.

garantías y resguardos se ponderan de acuerdo con la importancia relativa que ellas tengan al momento de poder cumplir con la cancelación efectiva de las obligaciones.

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.

Global Ratings 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, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa.

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.

La información que sustenta el presente informe es:

- Entorno macroeconómico del Ecuador.
- Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Información cualitativa proporcionada por el Emisor.
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Estructura del Emisor. (perfil de la empresa, estructura administrativa, proceso operativo, líneas de productos, etc.).
- Prospecto de Oferta Pública de la Emisión.
- Escritura Pública de la Emisión.

- Estados Financieros Auditados 2016 - 2018, con sus respectivas notas.
- Estados Financieros no auditados con corte de máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza.
- Detalle de activos y pasivos corrientes del último semestre.
- Depreciación y amortización anual del periodo 2016-2018.
- Depreciación y amortización hasta el mes al que se realiza el análisis.
- Detalle de activos depurados firmado por el representante legal.
- Proyecciones Financieras.
- Reseñas de la compañía.
- Otros documentos que la compañía consideró relevantes

Con base a la información antes descrita, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. analiza lo descrito en el 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:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y

## Emisor

- COHERVI S.A. fue constituida en la ciudad de Guayaquil del cantón Guayas el 06 de diciembre de 1988 ante el Notario Vigésimo Primero, Ab. Marcos Díaz Casquete, e inscrita en el registro mercantil del cantón Milagro el 12 de enero de 1989.
- La compañía tiene como objeto social la distribución y comercialización de productos comestibles elaborados y/o semielaborados para su consumo humano y animal, y la importación, representación, distribución y comercialización de otros productos tales como cigarrillos, licores, bebidas gaseosas, electrodomésticos y equipos de bazar.
- A la fecha del presente informe, COHERVI S.A. no mantiene implementados lineamientos de Gobierno Corporativo. Sin embargo, la compañía mantiene un Directorio no estatutario. La Plana Ejecutiva se reúnen permanentemente, cada vez que sea necesario y cuando se presentan temas relevantes que ameriten la presencia de los directivos.
- La matriz de COHERVI S.A. se ubica en Milagro y la compañía mantiene tres sucursales adicionales en esa misma ciudad.
- COHERVI S.A. mantiene su modelo de negocio en base a tres diferentes formas de exposición al cliente, en función de las

condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.

- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
  - La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
  - La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
  - Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
  - Conformación accionaria y presencia bursátil.
  - Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
  - Consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.
  - Consideraciones sobre los riesgos previsible de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.
- necesidades que busca satisfacer. Estos son COHERVI Supermercados, COHERVI Tiendas y COHERVI Distribución.
- Debido a su giro de negocio, COHERVI S.A. cuenta con varios clientes particulares, siendo estos, en su gran mayoría, personas naturales. Tomando los 5 principales clientes, ninguno presenta una participación superior al 3% de las ventas, evidenciando la alta diversificación de clientes.
  - Los principales proveedores de COHERVI S.A. son empresas reconocidas a nivel nacional productoras y comercializadoras de productos para el consumo masivo. Entre los principales proveedores se encuentran Industrias Ales C.A., La Fabril S.A. y Distribuidora Romero Reyes S.A. Estos tres proveedores concentran aproximadamente el 56,80% del costo de ventas de la compañía.
  - Durante el periodo analizado, los ingresos de la compañía presentaron un comportamiento fluctuante. Para 2017, las ventas presentaron una disminución de 19,16%, pero se recuperaron para 2018, superando los ingresos reportados en el 2016. Para 2018 los ingresos alcanzaron los USD 10,13 millones, lo que supone un incremento de 43,51% (USD 3,07 millones) con respecto al 2017, mientras que, al cierre de diciembre de 2019, los ingresos de la compañía tuvieron una disminución del 10,46% con respecto al 2018 alcanzando los USD 9,07 millones

- Dado el incremento de ventas de productos que no gravan I.V.A., los cuales mantienen un menor margen de utilidad que aquellos que sí, al no ser productos procesados, la participación del costo de ventas incrementó al cierre de 2018 pasando de 74,27% en 2017 a 78,57% en 2018.
- Para diciembre de 2019 se redujo a una participación del 74,11%, inferior al promedio histórico de la empresa. La reducción del costo de ventas corresponde a descuentos en mercancía comprada por pronto pago, permitiéndole a la empresa generar un margen de ganancia superior.
- A febrero de 2020 los ingresos de COHERVI S.A. se duplicaron con respecto a su interanual alcanzando los USD 2,07 millones (USD 1,03 millones a febrero de 2019). Las variaciones de los ingresos de la compañía dependen de la estacionalidad inherente al giro de negocio que a febrero de 2020 tuvieron un aumento en cuanto al volumen de ventas debido al comportamiento del consumidor que para el 2020 consumió más.
- La tendencia de la participación del costo a la baja para el cierre de 2019 continuo para febrero de 2020 la cual alcanzo un porcentaje del 81,00% (82,00% a febrero de 2019) por los descuentos realizados por los proveedores de mercancía por el pronto pago de la compañía.
- El margen bruto de la compañía continuó la tendencia de las ventas, presentando un estancamiento en 2017, ante la baja de los ingresos, pero con una optimización de costos, y una recuperación significativa del 19,48% para el cierre de 2018. A diciembre de 2019 el margen bruto presentó un incremento con respecto a 2018 por USD 178 mil, pasando de USD 2,17 millones a USD 2,35 millones, a pesar de la baja en los ingresos, pero con una reducción de la participación del costo de ventas.
- Los gastos operativos, comprendidos por gastos de administración y de ventas, presentaron una continua optimización hasta el cierre del año 2018, disminuyendo tanto monetariamente como en su participación sobre las ventas.
- Para diciembre de 2019 tanto los gastos administrativos como de ventas tuvieron un incremento con respecto al 2018. Los gastos operativos totales alcanzaron el valor de USD 1,72 millones, mientras que para el cierre de 2018 USD 1,45 millones lo que supuso un incremento del 18,62%. La utilidad operativa para diciembre de 2019 fue de USD 633 mil presentando una disminución con respecto al 2018 del 12,01%.
- Los gastos financieros a diciembre de 2018, ante la Primera Emisión de Obligaciones aprobada en julio de 2018, presentaron un incremento por USD 174 mil, a pesar de la reducción de obligaciones con bancos. A diciembre de 2019 continuaron su incremento por la aprobación y colocación de valores de la Segunda Emisión de Obligaciones en análisis el 05 de diciembre de 2019, por USD 199 mil. Dado los resultados mencionados, la utilidad neta para el cierre de 2019 fue de USD 264 mil, USD 202 mil menor a la reportada en el 2018.
- El margen bruto en la comparación interanual presentó un incremento del 110,93%, equivalente a USD 207 mil, pasando de USD 186 mil a USD 393 mil para febrero 2020. Adicionalmente, el dado la disminución en la participación del costo de ventas de la compañía repercutió en el aumento del porcentaje de participación del margen bruto sobre las ventas, que pasó de 18,00% en febrero de 2019 a 19,00% en febrero de 2020.
- Los gastos operativos para febrero de 2020 presentaron un aumento en comparación con su interanual, sin embargo, su participación sobre las ventas disminuyó de 15,81% en febrero de 2019 a 12,91% en febrero de 2020. El incremento de los gastos operativos se dio por la contratación de nuevo personal para la atención a clientes. A pesar del incremento mencionado, la utilidad operativa frente a febrero 2019 alcanzó los USD 126 mil a febrero de 2020 lo que supuso un aumento por USD 103 mil.
- Los gastos financieros a febrero de 2020 incrementaron un 59,18% con respecto a su interanual, de USD 58 mil en 2019 a USD 92 mil en el presente año fundamentado en la colocación de los valores correspondientes a la Segunda Emisión de Obligaciones en análisis.
- La utilidad neta, por su parte, tuvo un incremento a febrero de 2020 con respecto a su interanual de USD 13 mil, pasando de USD 18 mil en febrero de 2019 a USD 31 mil en febrero del presente año.
- Los activos de la compañía en el periodo 2016 – 2019 presentaron una tendencia al alza, pasando de un total de USD 7,87 millones en 2016, USD 8,90 millones en 2017 (+13,15%), USD 10,49 millones en 2018 (+17,79%) y USD 16,90 millones en 2019 (+61,11%).
- Para diciembre de 2019 los activos totales presentaron un incremento por USD 6,41 millones con respecto a 2018 fundamentado tanto en el alza de los activos corrientes como no corrientes. Para febrero de 2020 los activos totales se mantuvieron similares a los del cierre de 2019 con variaciones marginales tanto de activos corrientes como no corrientes.
- Las principales variaciones en el activo corriente se dieron tanto en el incremento del efectivo y equivalentes a efectivo, cuentas por cobrar comerciales e inventarios. El rubro de efectivo mantuvo un incremento constante pasando de USD 29 mil en 2016 a USD 1,89 millones en 2019, siendo este último con respecto al 2018 por USD 1,69 millones.
- A febrero de 2020 el efectivo y equivalente de efectivo regresaron a valores históricos alcanzando los USD 176 mil, lo que representó una reducción con respecto al cierre de 2019 de USD 1,71 millones coherente con el incremento de los inventarios para este periodo por USD 701 mil.
- Para el cierre de 2019 las cuentas por cobrar comerciales disminuyeron USD 640 mil coherente con la disminución en

las ventas. Sin embargo, COHERVI S.A. desde agosto de 2018 implemento una estrategia de ventas con crédito diferido hasta 24 meses para recuperar al cliente mayorista, agrupando la mayoría de su cartera en el largo plazo. Para febrero de 2020 las cuentas por cobrar comerciales del corto plazo mantienen montos similares.

- Los inventarios de la compañía presentaron un fuerte incremento por USD 3,21 millones al cierre de 2019 con respecto al 2018, producto de la compra de mayor volumen de mercancía para la demanda de su cadena de supermercados. A febrero de 2020 la compañía incrementó sus inventarios en USD 701 mil con respecto al 2019.
- En cuanto a los activos no corrientes, cuyos únicos rubros son la propiedad, planta y equipo y las cuentas por cobrar comerciales a largo plazo, a diciembre de 2018 presentaron un incremento por USD 2,43 millones, ante la presencia de cuentas por cobrar a largo plazo de USD 2,56 millones, rubro que para años anteriores no presentaba saldos. Para el cierre de 2019 los activos no corrientes presentaron un incremento con respecto al 2018 por USD 2,04 millones ante cuentas por cobrar de largo plazo superiores en USD 1,94 millones, escenario que continua para febrero de 2020 donde las cuentas por cobrar comerciales de largo plazo alcanzaron los USD 5,35 millones.
- Los pasivos presentaron una tendencia a la par del desarrollo y crecimiento de la compañía, que requirió un mayor financiamiento. Los pasivos pasaron de USD 2,45 millones en 2016 a USD 3,26 millones en 2017, USD 4,39 millones para el cierre de 2018 y USD 10,52 millones para 2019. El incremento con respecto a 2018 fue de USD 6,12 millones, debido tanto al aumento de los pasivos corrientes como no corrientes.
- Los pasivos corrientes, compuestos principalmente por emisión de obligaciones, para el cierre de 2019 incrementaron en un 68,88%, equivalente a USD 2,39 millones con respecto al 2018. Las principales variaciones para su aumento fueron el rubro de emisión de obligaciones, en función de la aprobación y colocación de los valores correspondientes a la Segunda Emisión de Obligaciones y la porción corriente de la Primera Emisión de Obligaciones aprobadas en diciembre 2019 y julio de 2018 respectivamente, además de otras cuentas por pagar donde se encuentra la compra de un bien de la empresa en Guayaquil.
- Las cuentas por pagar comerciales para diciembre de 2019 incrementaron con respecto al 2018 en USD 869 mil coherente con el aumento de inventario realizado por la compañía para este periodo. Al cierre de febrero de 2020 las cuentas por pagar comerciales se mantuvieron similares alcanzando los USD 1,70 millones (USD 1,35 millones en diciembre de 2019).
- Por el lado de los pasivos de largo plazo, en 2018 el incremento con respecto al 2017 fue del 40,92% o USD 268

mil, debido a la Primera Emisión de Obligaciones ya mencionada anteriormente, que presentó un monto de USD 667 mil en su porción de largo plazo. Para diciembre de 2019 el incremento con respecto al 2018 fue de USD 3,73 millones alcanzando los USD 4,66 millones. Este aumento se dio principalmente por el rubro de emisión de obligaciones ante la aprobación y colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones en análisis.

- Al cierre de diciembre de 2019, la deuda con costo financiero alcanzó el 65,40% de los pasivos totales (63,19% a febrero de 2020) como consecuencia de la colocación de valores de la Segunda Emisión de Obligaciones, de tal manera que los pasivos pasaron a financiar el 49,89% de los activos de la compañía, apalancándose en mayor medida con proveedores e instituciones financieras.
- El patrimonio de la compañía en el periodo de análisis presentó una tendencia creciente, pasando de USD 5,42 millones en 2016 a USD 6,38 millones en 2019. Para el cierre de 2019 la principal variación se dio por el incremento dentro de los resultados acumulados en USD 439 mil con respecto al 2018.
- El principal rubro del patrimonio de la compañía históricamente ha sido el capital social, con una participación promedio del 34,13%, el cual no ha presentado variaciones en el periodo de análisis, estableciéndose en un monto de USD 2,00 millones
- Para febrero de 2020 el patrimonio de la compañía presentó valores similares con respecto a su interanual alcanzando los USD 6,41 millones (USD 6,18 millones febrero 2019). La principal variación se dio en los resultados acumulados, los cuales incrementaron en USD 205 mil y, a su vez, pasaron a ser el principal rubro del patrimonio con una participación del 39,61%.
- El análisis de la combinación de activos corrientes y pasivos corrientes demuestra que el capital de trabajo fue siempre positivo en el periodo analizado, alcanzado los USD 2,09 millones al cierre del periodo fiscal 2019 y un índice de liquidez de 1,36.
- Para febrero de 2020 existió una reducción, sin embargo, presentando un capital de trabajo de USD 1,28 millones y un índice de liquidez de 1,22, evidenciando la liquidez suficiente para cubrir las obligaciones financieras y no financieras de corto plazo.
- La rentabilidad sobre los activos y patrimonio para diciembre de 2019 se redujo como consecuencia de la baja de la utilidad neta en un 43,31%, sin embargo, manteniendo buenos indicadores. Al cierre de febrero 2020 estos indicadores mantuvieron porcentajes positivos, alcanzado un ROE del 2,90% y un ROA del 1,10% producto de mejores resultados netos.

## Instrumento

- En Milagro, dentro de la provincia del Guayas, el día 03 de octubre de 2019 se celebró la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de COHERVI S.A., en donde se resolvió y aprobó la Segunda Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 4.000.000,00.
- La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó la Segunda Emisión de Obligaciones mediante la Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2019-00038516 con fecha 05 de Diciembre de 2019. Los valores de la Segunda Emisión de Obligaciones COHERVI S.A. se encuentran inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores bajo el No. 2019.G.02.002790.
- El día 16 de diciembre de 2019 Metrovalores Casa de Valores S.A. empezó con la colocación de valores correspondiente a la Segunda Emisión de Obligaciones, colocando hasta el 24 de diciembre de 2019 el 100% del monto aprobado

CLASE	4	5	6	7	8
Monto	-	USD 1.100.000	USD 2.600.000	-	USD 300.000
Plazo	360 días	720 días	1.080 días	1.440 días	1.800 días
Tasa interés	7,50%	8,00%	8,25%	8,50%	9,00%
Valor nominal	USD 1,00	USD 1,00	USD 1,00	USD 1,00	USD 1,00
Pago intereses	Semestral	Semestral	Semestral	Trimestral	Trimestral
Pago capital	Al vencimiento	Semestral	Semestral	Trimestral	Trimestral

La emisión está respaldada por una garantía general y amparada por los siguientes resguardos:

GARANTÍAS Y RESGUARDOS	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.	Mantiene semestralmente un indicador promedio de liquidez de 1,23, a partir de la autorización de la oferta pública.	CUMPLE

## Riesgos previsible en el futuro

Según el Literal g, 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, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsible 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 que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad

GARANTÍAS Y RESGUARDOS	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte febrero de 2020, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/ pasivos de 1,60.	CUMPLE
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora	No hay obligaciones en mora.	CUMPLE
Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en 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.	Al 29 de febrero de 2020, presentó un monto de activos depurados de USD 6,53 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 5,23 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.	CUMPLE

LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias, la compañía COHERVI S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el OCHENTA POR CIENTO (80%) de los Activos de la empresa, todo esto en defensa de los intereses de los Obligacionistas.	Al 29 de febrero de 2020 la relación de pasivos afecto al pago de intereses sobre los activos fue del 39,19%.	CUMPLE

participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. Las condiciones de emergencia derivadas de la pandemia han afectado al entorno económico de manera general. Algunas industrias y negocios se encuentran paralizadas y otras operando con muchas limitaciones y restricciones. El gobierno ha tomado medidas para atenuar este efecto en las empresas, pero es probable que resulten insuficientes. Las medidas

gubernamentales junto a un análisis detallado del portafolio de clientes y políticas de cobro mitigan este riesgo.

- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio, y una concentración en proveedores locales, que le permiten mitigar este riesgo.
- 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 la compañía, 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 sus contratos suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información. 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 ups diarios 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 pérdida de la información.

Según el 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., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son efectivo y equivalente al efectivo hasta por la suma de USD 41.187,68, activos financieros hasta por la suma de USD 2.096.512,29, inventarios hasta por la suma de USD 1.551.121,16, activos por impuestos corrientes hasta por la suma de USD 135.304,36, otros activos corrientes hasta por la suma de USD 21.439,18 y clientes por cobrar largo plazo hasta por la suma de USD 3.939.384,61. Los activos que respaldan la presente Emisión 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 activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantiene

sobre los activos contratada con Generali Ecuador Compañía de Seguros S.A. por un monto de USD 4.909.991,96 hasta abril de 2021.

- Al ser el 29,05% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios, evitando de esta forma pérdidas y daños, además, de una póliza de seguros sobre inventarios contratada con Generali Ecuador Compañía de Seguros S.A. por un monto de USD 1.155.800 hasta abril de 2021.
- 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. Debido a la crisis sanitaria que atraviesa el país y la consecuente incertidumbre económica, varios clientes reflejan retrasos en sus pagos. La compañía espera que esa tendencia se mantenga durante al menos los próximos tres meses. Para mitigar este riesgo, se encuentra gestionando plazos de crédito con algunos proveedores para equiparar los flujos de caja. Es importante destacar que los ingresos por cuentas por cobrar sufrirán algún retraso pero dado el tipo de clientes y su experiencia anterior, estas cuentas serán canceladas en fecha posterior.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, 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, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene COHERVI S.A., no se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas, por lo que los no existen riesgos asociados.

El resumen precedente es un extracto del informe de la Calificación de Riesgo de la Segunda Emisión de Obligaciones COHERVI S.A., realizado con base a la información entregada por la empresa y de la información pública disponible.

Atentamente,



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

## Informe Calificación Segunda Emisión de Obligaciones (Estados Financieros febrero 2020)

# COHERVI S.A.

### Calificación

Mariana Ávila

Gerente de Análisis

[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

Hernán López

Gerente General

[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Segunda Emisión de Obligaciones	AA	+	Revisión	Calificación de Obligaciones

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., en comité No. 127-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 30 de abril de 2020, con base en los estados financieros auditados de los periodos 2016, 2017 y 2018, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha

31 de diciembre de 2019 y 29 febrero de 2020, califica en Categoría AA (+), a la Segunda Emisión de Obligaciones COHERVI S.A. (Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2019-00038516 con fecha 05 de Diciembre de 2019, por un monto de hasta USD 4.000.000,00).

## ENTORNO MUNDIAL

### Entorno Macroeconómico

#### EXPECTATIVAS DE RECESIÓN

La economía mundial se contraerá significativamente durante 2020 como consecuencia directa de la emergencia sanitaria, así como de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. Se estima que todos los países, con excepción de China, percibirán disrupciones en su actividad económica durante el segundo trimestre de 2020. En un escenario base, el Fondo Monetario Internacional estima un decrecimiento de la economía mundial de -3% en 2020<sup>1</sup>. Este pronóstico es 6 puntos porcentuales inferior a las previsiones presentadas en enero, cuando el FMI proyectó un crecimiento de 3,3% en 2020<sup>2</sup>. Se espera una recuperación parcial para 2021, con un crecimiento mundial de 5,8%, pero el nivel del PIB se mantendrá por debajo de las estimaciones previas.

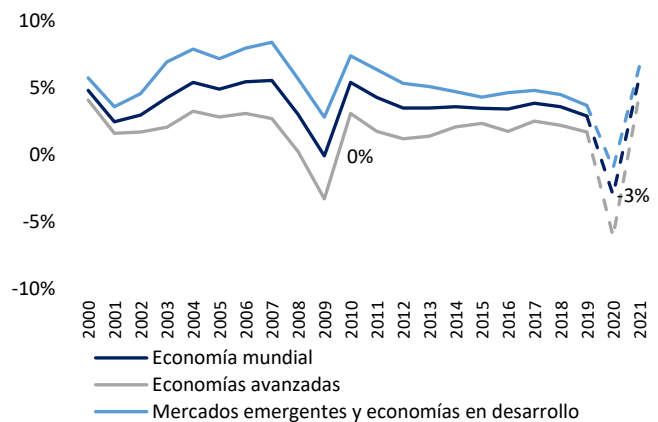


Gráfico 1: Variación anual porcentual del PIB real.

Fuente: Fondo Monetario Internacional; Elaboración: Global Ratings

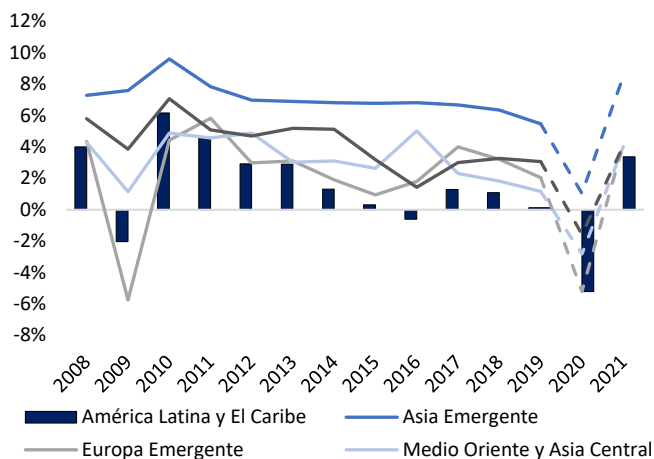
Las economías emergentes enfrentan simultáneamente crisis de salud, económicas, fiscales y financieras, y dependen de acreedores externos para obtener recursos. Se espera que estas economías decrezcan en 1,0% en 2020, como consecuencia del colapso de los sistemas de salud, el shock severo en la demanda externa, el endurecimiento de las condiciones financieras en mercados internacionales, la presión en las condiciones fiscales, y la caída en los precios de los commodities. Si se excluye a China del grupo, se prevé una caída de 2,2% para las economías emergentes y en desarrollo<sup>1</sup>. Esto constituye una baja de 5,8 puntos porcentuales con respecto a las previsiones realizadas en

<sup>1</sup>Fondo Monetario Internacional (2020, abril). World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown. Washington D.C.

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional. (2020, enero). Tentative Stabilization, Sluggish Recovery? Washington D.C.



el mes de enero. Para 2021, se estima que las economías emergentes crecerán en un 6,6%.



**Gráfico 2:** Variación porcentual PIB real en economías emergentes.

**Fuente:** Fondo Monetario Internacional; **Elaboración:** Global Ratings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas entre las economías en desarrollo durante 2020, con una caída estimada de 5,2%<sup>1</sup>. Según la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto del mundo<sup>3</sup>. Durante los últimos cinco años, la región evidenció un desempeño económico pobre, con un bajo crecimiento promedio. Los niveles de gasto social insostenibles obligaron a adoptar ajustes económicos que resultaron en descontento social e inestabilidad política, y consecuentemente, en una menor inversión en la región<sup>4</sup>. Las exportaciones cayeron durante el último año por las tensiones internacionales, y existió una amplia volatilidad en el mercado de commodities. Se espera una caída en la economía de la región debido a la disminución en la actividad de sus socios comerciales, la caída en los precios de los productos primarios, la interrupción en las cadenas de suministro, la menor demanda de turismo y el empeoramiento de las condiciones financieras globales. El Banco Mundial prevé una contracción de 4,6% en la economía de la región en 2020 y un crecimiento de 2,6% en 2021 y 2022<sup>4</sup>.

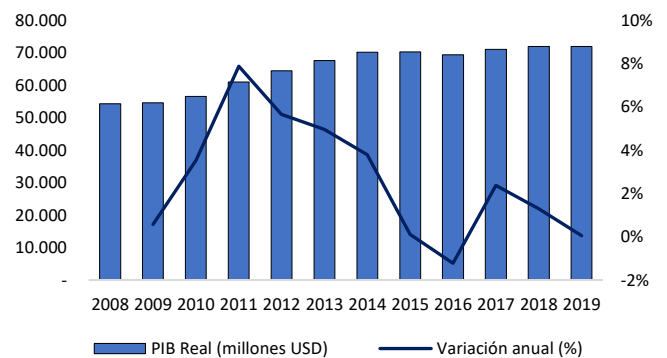
La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities, alcanzando una tasa de crecimiento anual promedio de 5,15%<sup>5</sup>. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión. Para 2016 la economía cayó en 1,23%, debido parcialmente al terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva<sup>6</sup>. La economía ecuatoriana se recuperó en 2,37% en 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 la economía ecuatoriana creció en 0,05%, afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste

<sup>3</sup> 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*.

<sup>4</sup> Banco Mundial. (2020, abril). *Semiannual Report of the Latin America and Caribbean Region: The Economy in the Time of Covid-19*.

<sup>5</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, marzo). *Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 110*.

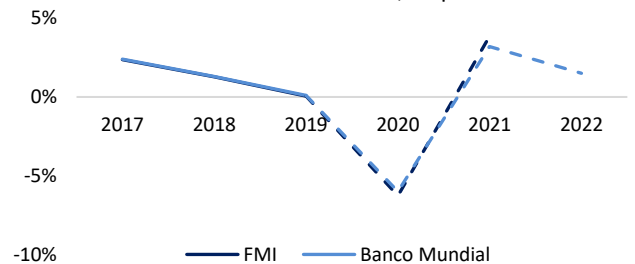
ante el FMI, así como por los disturbios sociales, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento<sup>7</sup>.



**Gráfico 3:** Evolución PIB Real en Ecuador.

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Previo a la pandemia, organismos multilaterales proyectaban un crecimiento de 0,2% en la economía del país para 2020, por efecto de la disminución en el consumo privado. Actualmente, el Banco Mundial estima una contracción de 6,0%<sup>4</sup> para 2020, y el Fondo Monetario Internacional prevé una caída de 6,3% en la economía nacional<sup>1</sup>. El Ecuador será la tercera economía con peor desempeño en el continente americano, precedida por Venezuela (-15,0%) y México (-6,6%). Se espera una recuperación económica a partir de 2021, con un crecimiento de 3,86% según el Fondo Monetario Internacional<sup>1</sup>, y de 3,20% según el Banco Mundial<sup>4</sup>. Este último estima un crecimiento de 1,5% para 2022.



**Gráfico 4:** Previsiones de crecimiento para el Ecuador.

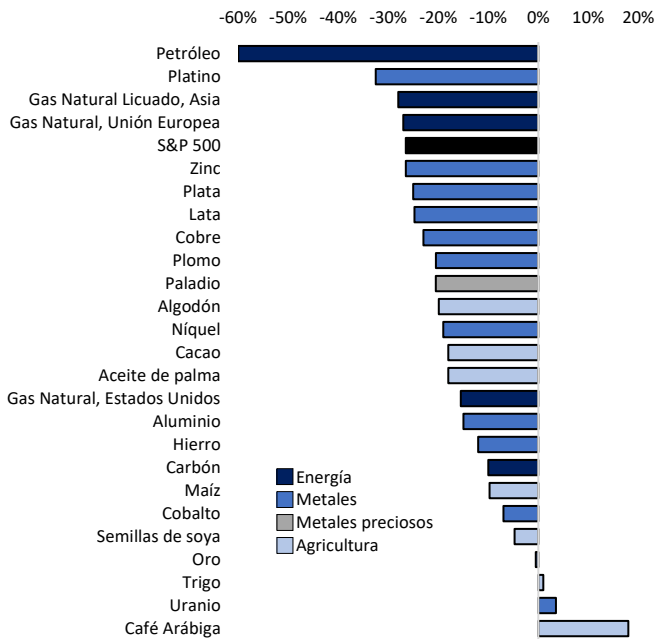
**Fuente:** FMI y Banco Mundial; **Elaboración:** Global Ratings

## DESPLOME EN EL PRECIO DE COMMODITIES

A partir del brote del Covid-19 y su expansión a nivel mundial, el transporte y la actividad industrial se paralizaron, y con ello, la demanda de energía y metales se desplomó. En respuesta, los precios de la mayoría de commodities, y principalmente del petróleo, se contrajeron dramáticamente.

<sup>6</sup> Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*: Ecuador.

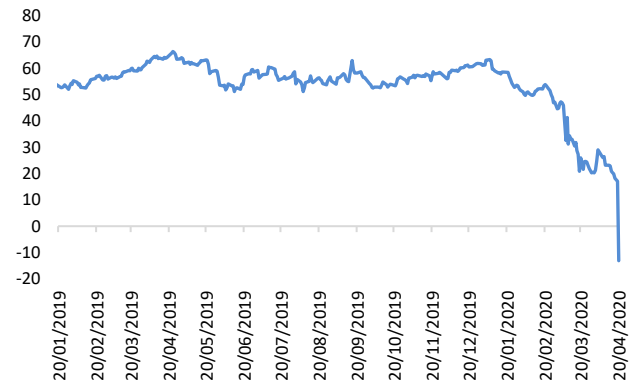
<sup>7</sup> El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html>



**Gráfico 5:** Impacto del Covid-19 en los precios de commodities.  
Fuente: Fondo Monetario Internacional; Elaboración: Global Ratings

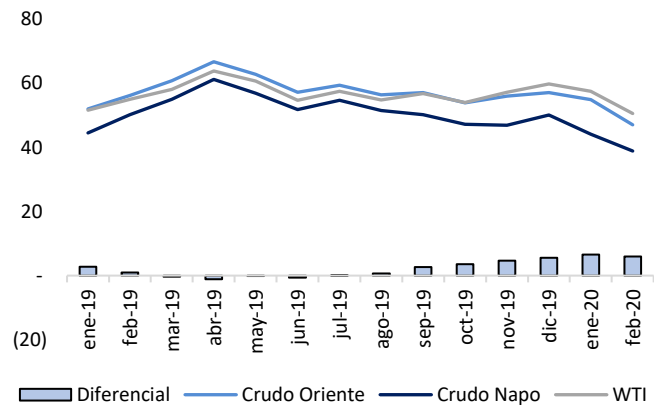
Durante el mes de enero, la paralización de la economía china contrajo en más de 20% el gasto del país en petróleo<sup>8</sup>, lo cual redujo el precio internacional del crudo en 29% entre enero y febrero de 2020. La situación se agravó cuando los miembros de la OPEP+ no lograron acordar recortes en su producción generando una guerra de precios entre los principales exportadores. Ante esta decisión, el precio del petróleo cayó en 25% entre el 6 y el 9 de marzo. El lunes 20 de abril los precios del petróleo se desplomaron a niveles históricos, llegando incluso a cotizarse en números negativos, debido al exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes<sup>9</sup>.

El Fondo Monetario Internacional estima un precio promedio del petróleo de USD 35 por barril en 2020 y de USD 37 por barril en 2021. Los contratos de futuros de petróleo revelan que, en el mediano plazo, el precio del crudo bordeará los USD 45 por barril. Esto causará un decrecimiento de 4% en el grupo de exportadores de petróleo a nivel mundial<sup>1</sup>.



**Gráfico 6:** Evolución precio del petróleo WTI.  
Fuente: Yahoo Finance; Elaboración: Global Ratings

De acuerdo con la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, México, Venezuela, Ecuador y Colombia serán los más afectados de la región ya que sus costos de producción son más altos en relación con otros productores y tienen menor capacidad de soportar un periodo prolongado de precios bajos<sup>3</sup>.



**Gráfico 7:** Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).  
Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Para febrero de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo Oriente y crudo Napo fue de USD 44,60 por barril, el cual supone una disminución de 12,53% con respecto al precio promedio del mes de enero<sup>10</sup>. A partir de agosto del 2019, el diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano mantuvo una tendencia creciente, y alcanzó los USD 6,00 para febrero de 2020<sup>11</sup>. Se espera que para marzo el precio promedio del petróleo ecuatoriano haya caído a cerca de los USD 25 por barril<sup>12</sup>. Al precio de venta actual, por debajo de USD 20 por barril, el Estado no puede cubrir el costo de los servicios petroleros, considerando que el costo promedio de producción en el país es de USD 19,50 por barril, y sumadas las tarifas promedio que se pagan en los contratos con productoras privadas, alcanzan aproximadamente los USD 23 por barril<sup>12</sup>.

<sup>8</sup> BBC News. (2020, febrero). *Coronavirus de China: por qué el precio del petróleo ha caído con tanta fuerza*. <https://www.bbc.com/mundo/noticias-51373470>

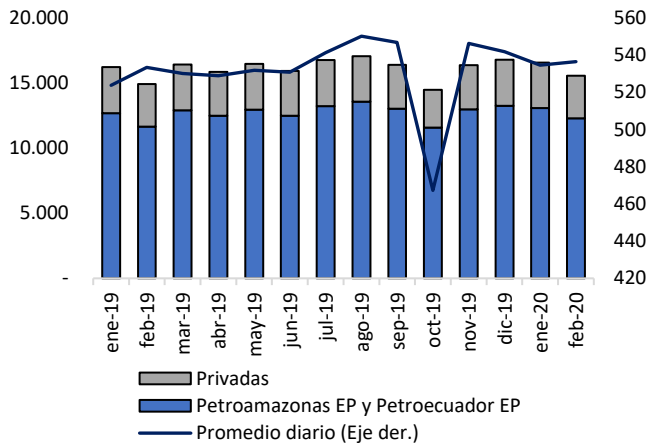
<sup>9</sup> BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia*. <https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339>

<sup>10</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, marzo). *Información Estadística Mensual No. 2017 - Marzo 2020*.

<sup>11</sup> Grupo Spurrier. (2020, marzo). *Análisis Semanal: PIB se contraerá*. Año L # 13.

<sup>12</sup> El universo. (2020, marzo). *Precio del petróleo ecuatoriano está por debajo del costo de producción*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/19/nota/7787340/petroleo-crudo-ecuador-precio-produccion-crisis-economica>

Para compensar la caída en los precios, las empresas petroleras en el país incrementaron el volumen de producción. No obstante, el 07 de abril de 2020, las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, por lo cual la producción nacional diaria disminuyó en 205 mil barriles<sup>13</sup>. Esto obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones hasta mayo del presente año.

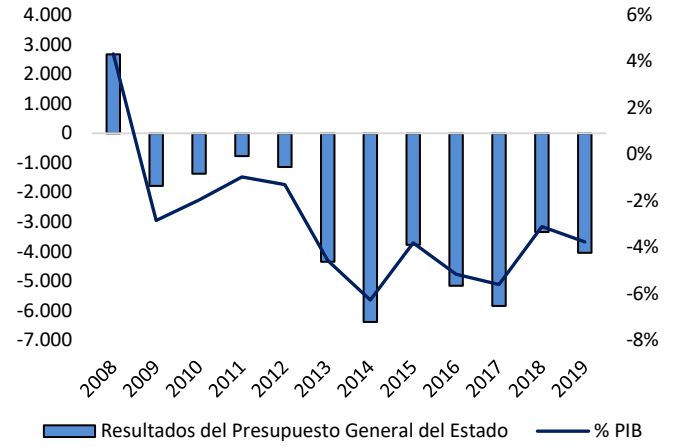


**Gráfico 8:** Producción de crudo ecuatoriano (miles de barriles).  
Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Considerando que la proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.500 millones<sup>14</sup>.

## CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

En el caso del Ecuador, la situación actual representa una presión significativa sobre el presupuesto del Estado y cuestiona la sostenibilidad de las finanzas públicas. El Estado registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, y a partir del 2013 estos se profundizaron, y pasaron a representar más del 4% del PIB. Entre 2013 y 2014 el déficit fiscal creciente respondió a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente<sup>15</sup>, que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros, y fue financiado con deuda. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, alcanzando USD 3.332 millones, equivalentes al 3% del PIB. En 2019 una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, generó un déficit de USD 4.043 millones, equivalente al 4% del PIB anual, lo que supone un incremento de 20% con respecto a 2018.



**Gráfico 9:** Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado.

Fuente: Ministerio de Finanzas; Elaboración: Global Ratings

El déficit fiscal registrado al cierre de 2019 se vio afectado, parcialmente, por el nivel de recaudación tributaria, que alcanzó los USD 14.269 millones, una caída de 5,8% frente a la recaudación total de 2018, y USD 724 millones por debajo de la recaudación total presupuestada por el Estado para 2019. El impuesto con mayor contribución a la recaudación fiscal es el Impuesto al Valor Agregado, que representó el 46,85% de la recaudación total de 2019. El Impuesto a la Renta recaudado durante diciembre de 2019 fue 33,43% de la recaudación fiscal<sup>16</sup>.

Entre enero y marzo de 2020, la recaudación tributaria fue de USD 3.467 millones<sup>17</sup>. En marzo de 2020 la recaudación incrementó en 5,30% con respecto a marzo de 2019, debido a adelantos en el pago del Impuesto a la Renta y por la Contribución Única Temporal. La paralización en la actividad económica repercutirá en una menor recaudación en 2020, determinada por la duración de las medidas restrictivas. El Ministerio de Finanzas estima una caída en los ingresos tributarios por USD 1.862 millones durante 2020 que, junto con la baja en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una contracción de USD 7.036 millones en los ingresos<sup>18</sup>.

<sup>13</sup> El Comercio. (2020, abril). Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

<sup>14</sup> Primicias. (2020, abril). El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/>

<sup>15</sup> 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>

<sup>16</sup> Servicio de Rentas Internas del Ecuador. Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019.

<sup>17</sup> Servicio de Rentas Internas. Recaudación Nacional Enero – Marzo 2020.

<sup>18</sup> El Universo. (2020, abril). Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de \$7000 millones de ingresos.

<https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/15/nota/7814325/ministro-martinez-explica-que-ecuador-tendra-caida-7000-millones>

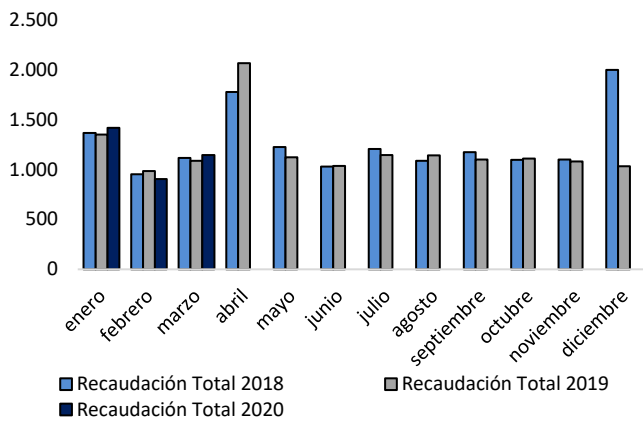


Gráfico 10: Recaudación Fiscal (millones USD)

Fuente: Servicio de Rentas Internas del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública durante los últimos años, la cual se duplicó entre 2008 y 2018, superando el límite máximo de 40% del PIB permitido por ley. En 2019 la deuda pública ascendió a USD 57.336 millones, monto que supone un alza de aproximadamente 5% durante el último año, y que representó el 53% del Producto Interno Bruto<sup>19</sup>.

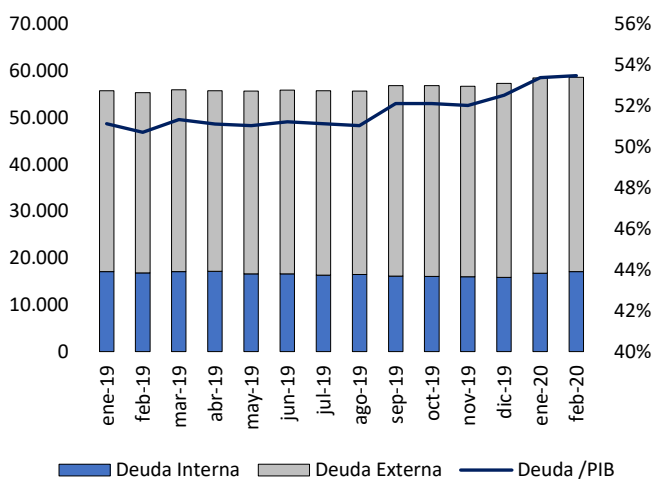


Gráfico 11: Evolución deuda pública (USD) y participación sobre el PIB.

Fuente: Ministerio de Finanzas; Elaboración: Global Ratings

En febrero de 2020 la deuda pública alcanzó USD 58.661 millones y representó el 53,5% del PIB. De este monto, USD 41.571 millones fueron deuda externa con Organismos Internacionales, Gobiernos, Bancos y Bonos, mientras que USD 17.090 millones fueron deuda interna por Títulos y Certificados, así como con entidades públicas como el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y el Banco del Estado<sup>20</sup>.

En 2019, el Fondo Monetario Internacional firmó un acuerdo por USD 4.200 millones para apoyar los objetivos del Plan de Prosperidad (2018.-2021). La tasa promedio otorgada fue del 3%, y el plazo de 10 años. A cambio, el Estado se comprometió a reducir la necesidad de financiamiento y consecuentemente la relación entre la deuda y el PIB a 40%.

Consecuentemente, el gobierno empezó un ajuste a la nómina del sector público, lo que le permitió reducir el gasto en este rubro en USD 154 millones al cierre del año. Durante 2020 y 2021 se espera un recorte adicional, para cumplir con la meta planteada de disminuir el gasto en salarios en USD 600 millones.

Adicionalmente, el Ministerio de Finanzas recompró el 78% de los bonos Global 2020 por un monto de USD 1.175 millones en junio 2019. Para esto, se colocaron USD 1.125 millones a un plazo de 10 años<sup>21</sup>. Durante 2019 se emitieron USD 4.525 millones en bonos<sup>22</sup>. Esto, y el financiamiento multilateral, impulsaron al alza la deuda externa, que incrementó en USD 5.797 millones frente a 2018.

Con respecto a la optimización y focalización de subsidios, en octubre de 2019 se eliminaron los subsidios a los combustibles que, entre 2005 y 2018, representaron un gasto de USD 54 mil millones. La medida desató una serie de protestas y disturbios sociales en el país, que concluyeron en la derogatoria del Decreto.

Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales para compensar el deterioro en la oferta y demanda agregada ha sido limitada y depende de financiamiento externo. Durante la última semana de marzo, el Ministerio de Finanzas pagó USD 324 millones de deuda externa, lo que le permitió gestionar aproximadamente USD 2.000 millones para enfrentar la crisis<sup>23</sup>. De estos, el 16 de abril el Banco Interamericano de Desarrollo desembolsó USD 25,3 millones<sup>24</sup>. Por otro lado, el Gobierno dirigió el pago de USD 811 millones de intereses hasta agosto de 2020, lo cual le permitirá destinar más recursos para la emergencia<sup>25</sup>.

## PERCEPCIONES DE RIESGO SE DISPARAN

La percepción de riesgo a nivel internacional ha incrementado, particularmente en las economías emergentes que acarrean déficits y requieren de financiamiento externo para financiar la emergencia, lo cual eleva sus niveles de endeudamiento y complica su posición para hacer frente al servicio de la deuda.

<sup>19</sup> Ministerio de Finanzas. Boletín de Deuda Pública Diciembre 2019.

<sup>20</sup> Ministerio de Finanzas. Boletín de Deuda Pública Febrero 2020.

<sup>21</sup> El Universo. (2019, junio). Ecuador concreta recompra de 78% de bonos 2020 por USD 1.175 millones.

<https://www.eluniverso.com/noticias/2019/06/17/nota/7381863/ecuador-recomprohoy-1175-millones-bonos-2020>

<sup>22</sup> Primicias. (2020, febrero). La deuda pública de Ecuador subió 4,9% en el último año. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/deuda-publica-ecuador-crece/>

<sup>23</sup> El Comercio. (2020, abril). Ministro de Finanzas aclaró que Ecuador no fue el único país en pagar la deuda externa en medio de la pandemia.

[https://www.elcomercio.com/actualidad/ministro-finanzas-ecuador-pago-deuda.html#cxrecs\\_s](https://www.elcomercio.com/actualidad/ministro-finanzas-ecuador-pago-deuda.html#cxrecs_s)

<sup>24</sup> El Comercio. (2020, abril). BID desembolsó USD 25,3 millones a Ecuador para fortalecer la respuesta del país al covid-19.

<https://www.elcomercio.com/actualidad/bid-desembolso-ecuador-ecuador-coronavirus.html>

<sup>25</sup> El Comercio. (2020, abril). Ecuador llega a un acuerdo con los tenedores de bonos para no pagar USD 811 millones por intereses.

[https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-acuerdo-tenedores-bonos-millones.html?fbclid=IwAR2A7sQHM6Lo282dialz\\_Gzmgp-u\\_m-cXOd1ZOwhe2Zwbkd4pHcFFa73RwU](https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-acuerdo-tenedores-bonos-millones.html?fbclid=IwAR2A7sQHM6Lo282dialz_Gzmgp-u_m-cXOd1ZOwhe2Zwbkd4pHcFFa73RwU)

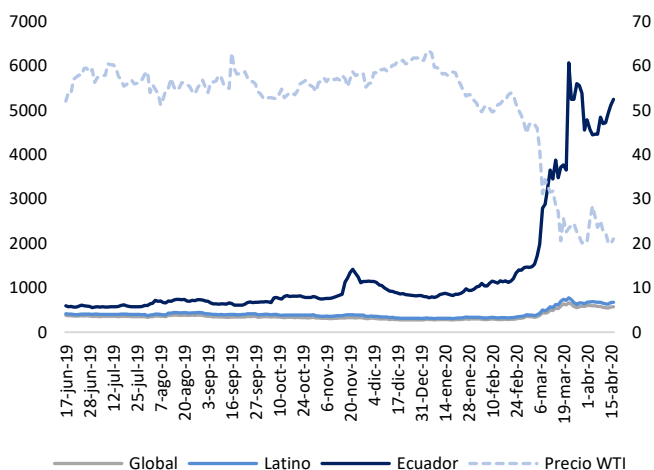


Gráfico 12: Evolución Riesgo País (EMBI).

Fuente: JPMorgan – BCRD; Elaboración: Global Ratings

El riesgo país de Ecuador, medido a través del Índice Bursátil de Economías Emergentes (EMBI), se redujo significativamente tras el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, alcanzando en abril de 2019 un mínimo de 512 puntos. Tras las protestas originadas a causa de la eliminación de los subsidios, el riesgo país alcanzó un valor de 1.418 puntos en noviembre de 2019. Posteriormente se recuperó, cerrando el año en 826 puntos.

A partir de enero, el riesgo país de Ecuador presentó un comportamiento creciente. El 9 de marzo, tras el desplome en el precio del petróleo, el riesgo país se disparó, y totalizó los 2.792 puntos con un incremento diario de 41%. El 23 de marzo la percepción de riesgo del país se deterioró aún más, tras el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria<sup>26</sup>. Con esto, el riesgo país incrementó en 66%, y alcanzó los 6.063 puntos. A la fecha del presente informe, el riesgo país cerró en 5.238 puntos, cifra que representa un incremento de 4.435 puntos en el transcurso de 2020. Ecuador mantiene el segundo índice más alto de América Latina, antecedido únicamente por Venezuela, cuyo riesgo país bordea los 19.000 puntos.

Las principales calificadoras de riesgo internacionales bajaron la calificación crediticia del Ecuador de B3 a CAA1, y a CAA3 con perspectiva negativa en abril de 2020 en un caso, mientras que otra redujo la calificación del país tres veces durante el último mes, de CCC el 20 de marzo, a CC el 24 de marzo y a C el 09 de abril, tras la solicitud del estado para diferir el pago de intereses, que, según la institución, es señal inminente de default<sup>27</sup>.

<sup>26</sup> El Comercio. (2020, marzo). *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html>

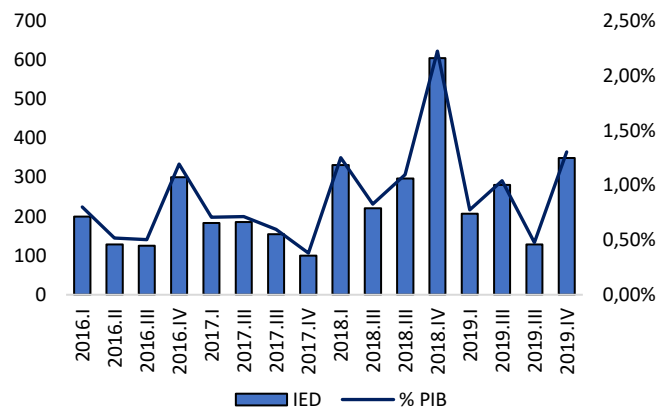


Gráfico 13: Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región. Durante 2019, esta se contrajo en 34%, totalizando USD 966,15 millones, monto que representó el 1% del PIB. El 43,61% de la inversión extranjera directa se concentró en la explotación de minas y canteras. Los sectores de manufactura, agricultura, transporte y servicios concentraron el 11,1%, 10,3%, 10,2% y 9,5% de la inversión, respectivamente. Durante 2019, la inversión proveniente de la Comunidad Andina se contrajo en 68% con respecto a 2018 y totalizó USD 31,11 millones. Por su parte, la inversión de Estados Unidos se redujo en USD 19,34 millones (-20%) y los capitales europeos que ingresaron al país durante 2019 sumaron USD 369 millones, con una disminución de 23% con respecto a 2018<sup>28</sup>.

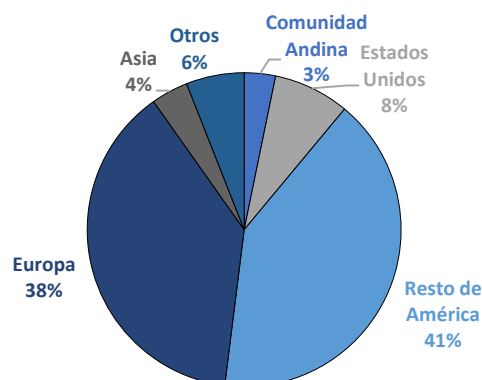


Gráfico 14: Origen de la Inversión Extranjera Directa.

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Bajo las condiciones actuales, con un riesgo país por encima de los niveles de la región y una aversión al riesgo creciente, el país tiene gran dificultad para acceder a los mercados internacionales, por el alto costo que representaría.

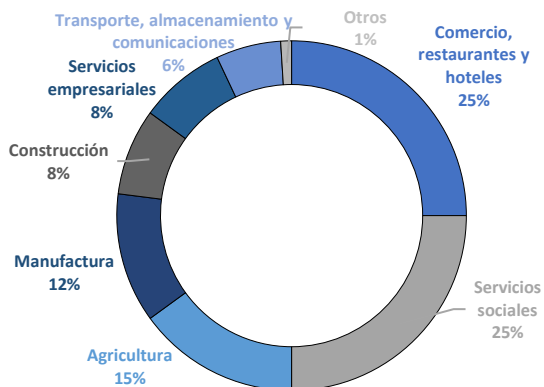
## PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN

Las medidas de confinamiento deterioran el capital empresarial y el nivel de empleo. La Organización Mundial del Trabajo prevé una pérdida de 195 millones de empleos a nivel mundial. En América

<sup>27</sup> Fitch Ratings. (2020, abril). *Fitch Downgrades Ecuador to 'C'*. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ecuador-to-c-09-04-2020>

<sup>28</sup> Banco Central del Ecuador. (marzo 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 70*.

Latina y el Caribe los niveles de informalidad son alarmantes: cerca del 53% de los trabajadores se emplean en el sector informal. La paralización económica afectará a los trabajadores informales a través de menores ingresos diarios y un menor acceso a la protección social. Los sectores de comercio, transporte, servicios empresariales, y servicios sociales, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo formal en la región. Además, el 47% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas, por lo que se estima un deterioro en los niveles de empleo en la región.



**Gráfico 15:** Composición de empleo formal en América Latina y el Caribe. Fuente: CEPAL; Elaboración: Global Ratings

La pérdida de los ingresos laborales se traducirá en un menor consumo de bienes y servicios, y, por lo tanto, en un mayor nivel de pobreza. Según estimaciones de la CEPAL, la pobreza en la región podría aumentar en 3,5% y la pobreza extrema podría crecer en 2,3%. Por este motivo, se espera también un incremento en los niveles de trabajo infantil en la región.

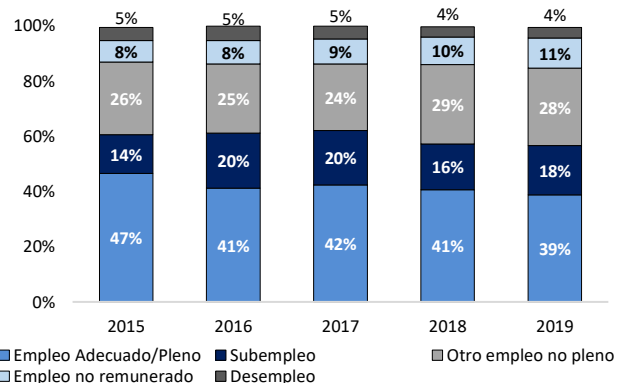
	2019	2020
<b>Población</b>	613.476.000	619.205.000
<b>Pobreza</b>		
Número de personas en la pobreza	185.944.000	209.583.000
Variación absoluta	3.464.000	23.595.000
Tasa porcentual	30,3%	33,8%
Puntos porcentuales por año	0,3	3,5
<b>Pobreza extrema</b>		
Número de personas en extrema pobreza	67.487.000	82.606.000
Variación absoluta	4.774.000	15.119.000
Tasa porcentual	11,0%	13,3%
Puntos porcentuales por año	0,7	2,3

**Tabla 1:** Proyección de evolución de pobreza en América Latina. Fuente: CEPAL; Elaboración: Global Ratings

En Ecuador, el 3,84% de la población económicamente activa estuvo desempleada en diciembre de 2019. El empleo adecuado disminuyó significativamente a partir del 2015, al pasar de 47% a 39%, y el desempleo urbano se situó en el 4,95%. Al 2019, el subempleo, que mide la proporción de la población que percibe ingresos inferiores al salario mínimo y/o trabaja menos de la jornada normal, ascendió a 18% y el otro empleo no pleno fue de 28%.<sup>29</sup> Estas personas son quienes trabajan en la informalidad, por lo cual es previsible un deterioro en la calidad de vida de la

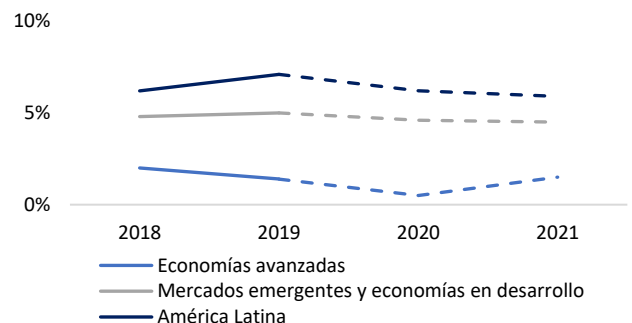
<sup>29</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2019, diciembre). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo.

población. Entre enero y marzo de 2020, 20.430 afiliados solicitaron el beneficio de desempleo al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, número que representa el 80% de las solicitudes recibidas en 2019<sup>30</sup>. Según cálculos oficiales, aproximadamente 508.000 personas podrían entrar en el desempleo durante 2020 y otras 233.000 entrarán en la informalidad. Con el fin de flexibilizar la regulación laboral, el proyecto de Ley que envió el Ejecutivo a la Asamblea contempla los contratos emergentes por dos años y la reducción excepcional de la jornada.



**Gráfico 16:** Evolución de tasas de empleabilidad en Ecuador. Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

Por otro lado, la paralización económica tendrá un efecto directo sobre los niveles de precios, con una variación considerable entre países. Por un lado, las interrupciones en las cadenas de suministro y la escasez de productos podrían ejercer una presión alcista sobre los precios, y por otro, el confinamiento y el debilitamiento de la demanda interna podrían generar una caída drástica en los niveles de inflación<sup>1</sup>.



**Gráfico 17:** Evolución de tasa de inflación. Fuente: Fondo Monetario Internacional; Elaboración: Global Ratings

En las economías avanzadas, se espera una inflación de 0,5% al cierre de 2020, mientras que en las economías emergentes será de 4,60%. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio, en 6,20% para 2020 y en 5,90% para 2021, impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina. Se espera que los precios en el resto de los países de la región se mantengan estables en el corto plazo.

<sup>30</sup> El Comercio. (2020, abril). 20 430 afiliados pidieron el seguro de desempleo al IESS el primer trimestre. <https://www.elcomercio.com/actualidad/afiliados-seguro-desempleo-ies-covid19.html>

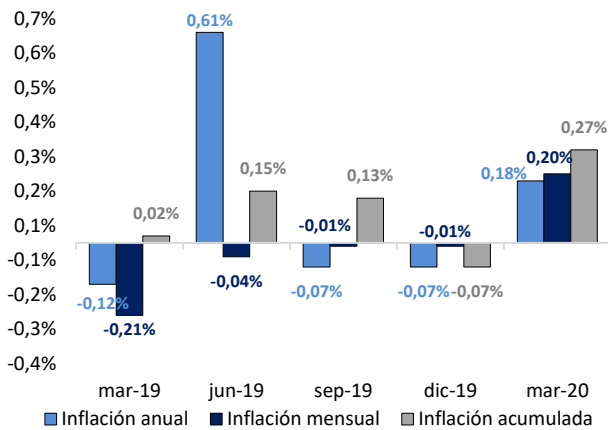


Gráfico 18: Evolución de tasas de inflación en Ecuador. Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

Al cierre de 2019, la tasa de inflación anual en Ecuador fue de -0,07%. Esto refleja el deterioro en la calidad del trabajo y en el empleo adecuado, que resultan en una menor demanda de bienes y servicios. En marzo de 2020 se revirtió la tendencia negativa, alcanzando una inflación mensual de 0,20% y una inflación anual de 0,18%. Los rubros que impulsaron al alza el índice de precios fueron principalmente los alimentos y bebidas no alcohólicas, mientras que los rubros de transporte, y recreación y cultura presentaron inflación negativa, de -0,48% y -0,17%, respectivamente.<sup>31</sup>

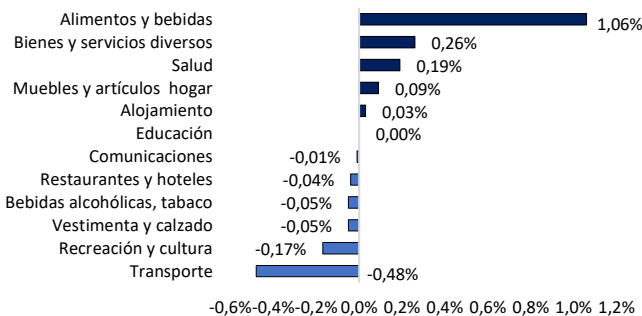


Gráfico 19: Inflación por división de bienes y servicios – marzo 2020. Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

El Fondo Monetario Internacional prevé una inflación de 0,13% para el Ecuador en 2020, que incrementará a 2,26% en 2021. Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021.

### LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La situación económica actual ha llevado a los gobiernos a intervenir en los mercados a través de herramientas de política monetaria, como reducciones en las tasas de interés y programas de flexibilización cuantitativa basados en la compra de activos. A la fecha del presente informe, el rendimiento del bono del Tesoro

Americano a 10 años es de 0,63%<sup>32</sup>, mientras que el rendimiento del bono del Gobierno alemán se redujo a -0,48%<sup>33</sup>.

Debido a la creciente aversión al riesgo y a la demanda de activos líquidos, los principales índices bursátiles se desplomaron a niveles similares a los de la crisis financiera. Entre enero y febrero de 2020, el índice Dow Jones cayó en aproximadamente 12%. El 09 de marzo el índice presentó una contracción diaria de 8%, que se profundizó a 10% el 12 de marzo, y a 13% el 16 de marzo, reflejando el miedo generalizado, la caída en los precios del petróleo y la inminente recesión en Estados Unidos.

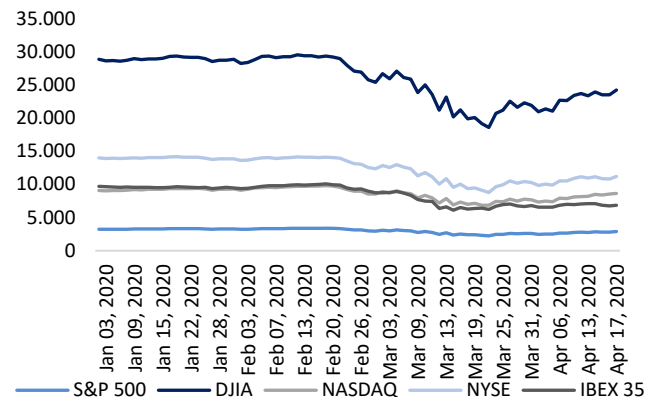


Gráfico 20: Evolución de indicadores bursátiles. Fuente: Yahoo Finance; Elaboración: Global Ratings

Los efectos de la crisis también se evidencian en la volatilidad de las monedas. Según el Fondo Monetario Internacional, las monedas de los países exportadores de commodities que manejan tipos de cambio flexibles se han depreciado significativamente desde inicios de año, mientras que el dólar estadounidense se ha apreciado en más de 8%, en términos reales, el yen en 5%, y el euro en 3%<sup>1</sup>, aproximadamente.

	COLOMBIA	PERÚ	CHILE	REINO UNIDO	U.E.	CHINA	RUSIA	JAPÓN
	Peso	Nuevo Sol	Peso	Libra	Euro	Yuan	Rublo	Yen
mar-19	3.175,61	3,32	683,20	0,77	0,89	6,74	64,95	110,59
abr-19	3.250,98	3,31	679,35	0,77	0,89	6,73	64,46	111,68
may-19	3.362,47	3,36	709,02	0,79	0,90	6,90	65,15	109,58
jun-19	3.195,91	3,29	679,76	0,79	0,88	6,88	63,07	107,75
jul-19	3.300,33	3,29	700,62	0,82	0,90	6,88	63,60	108,66
ago-19	3.454,23	3,39	719,58	0,82	0,90	7,14	66,53	106,49
sep-19	3.469,81	3,39	726,48	0,81	0,91	7,12	64,56	107,96
oct-19	3.387,53	3,34	739,15	0,78	0,90	7,05	64,02	108,87
nov-19	3.514,94	3,40	808,73	0,77	0,91	7,03	64,32	109,39
dic-19	3.285,15	3,31	749,57	0,75	0,89	6,96	62,00	108,61
ene-20	3.418,80	3,38	800,06	0,76	0,90	6,91	63,89	108,40
feb-20	3.527,34	3,43	816,33	0,78	0,91	6,98	67,06	108,67
mar-20	4.053,51	3,44	852,30	0,81	0,91	7,09	78,53	108,38

Tabla 2: Cotizaciones del Dólar estadounidense en el mercado internacional Fuente: Banco Central Ecuador; Elaboración: Global Ratings

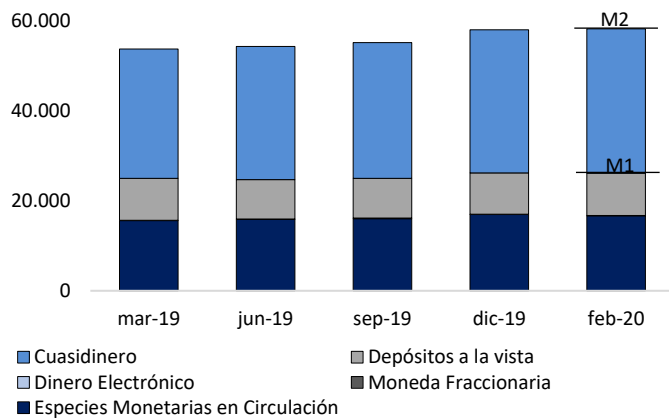
En el Ecuador, la posición de liquidez previa a la crisis del covid-19 era sólida. La oferta monetaria M1 (cantidad de dinero a disposición inmediata de los agentes), fue de USD 26.137 millones en febrero de 2020, monto que representa un incremento

<sup>31</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, marzo). *Índice de Precios al Consumidor, Marzo 2020*.

<sup>32</sup> Departamento del Tesoro de Estados Unidos. Daily Treasury Yield Curve Rates. <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019>

<sup>33</sup> Germany 10-year Bond Yield Historic Data. <https://www.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield-historical-data>

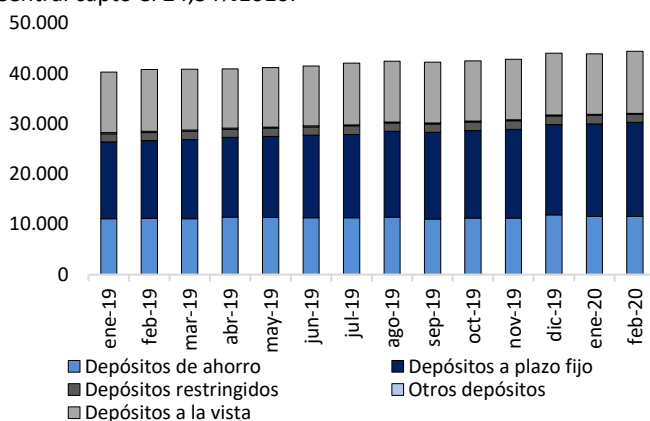
mensual de 1,64%, y una mejora anual de 4,96%. Por su parte, la liquidez total (M2) del sistema financiero, que incluye la oferta monetaria (M1) y las captaciones de otras sociedades de depósito, fue de USD 58.187 millones para febrero de 2020, monto 1,03% superior al del mes de enero de 2020, y que constituye un incremento anual de 8,93%<sup>10</sup>. Se espera una contracción en la liquidez total de la economía a partir de marzo, en función de la disminución en los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado.



**Gráfico 21:** Oferta Monetaria (M1) y Liquidez Total (M2).

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Para febrero de 2020, el sistema financiero nacional totalizó USD 32.051 millones de captaciones a plazo, monto que superó en USD 172 millones al de enero de 2020, y que supone un aumento anual de 12,40%. Los depósitos a plazo fijo constituyeron el 58,31% de las captaciones a plazo, seguidas de los depósitos de ahorro, que representaron el 36,15% de las captaciones a plazo. El 64,38% de las captaciones a plazo se concentró en bancos privados, y el 30,52% se concentró en cooperativas. Los depósitos a la vista totalizaron USD 12.388, monto que supone un incremento mensual de 3,15% y anual de 0,82%. Los bancos privados captaron el 74,71% de los depósitos a la vista, mientras que el Banco Central captó el 24,34%<sup>10</sup>.



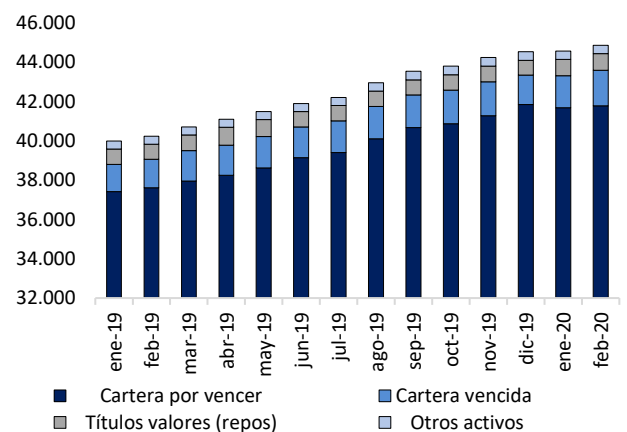
**Gráfico 22:** Evolución de captaciones del sistema financiero ecuatoriano (millones USD).

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

De acuerdo con la Asobanca, se registraron USD 31.279 millones de depósitos en la banca privada durante marzo de 2020, monto que supone una disminución mensual de 2,2% pero un aumento anual de 6,7%. En comparación con febrero, los depósitos de ahorro disminuyeron en 0,5% y los depósitos a plazo cayeron en 3,4%<sup>34</sup>, debido a la necesidad de liquidez del sector real. La liquidez del sistema bancario fue de USD 10.000 millones.

El 16 de abril de 2020, el Ejecutivo envió a la Asamblea Nacional el proyecto de Ley Orgánica de Apoyo Humanitario para Combatir la Crisis Sanitaria derivada del Covid 19, que contempla una contribución de trabajadores y sociedades, según sus niveles de ingresos y utilidades. Esto generaría ingresos por USD 908 millones, pero amenaza a la liquidez del sector real, dado que disminuirá el ingreso disponible y desalentará el consumo.

Para febrero de 2020 el crédito del sistema financiero al sector privado totalizó USD 44.874 millones, monto que superó en USD 297 millones al mes de enero, y que representa un crecimiento anual de 12%<sup>10</sup>. Según la Asobanca, el saldo total de la cartera de créditos de los bancos privados fue de USD 30.046 millones, con un incremento anual de 8,9% pero una baja mensual de 0,4%. Del crédito total otorgado, el 59% se destinó al sector productivo y el 41% fue para actividades de consumo. Debido a la paralización económica a partir del mes de marzo, las empresas han recurrido a endeudamiento de corto plazo para financiar el capital de trabajo. La tasa de morosidad se mantuvo en niveles del 2,6%, similar a periodos anteriores, pero dada la limitación de liquidez en firmas y hogares, existe una alta probabilidad de que esta incremente a partir de abril.



**Gráfico 23:** Evolución de colocaciones del sistema financiero ecuatoriano (millones USD).

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

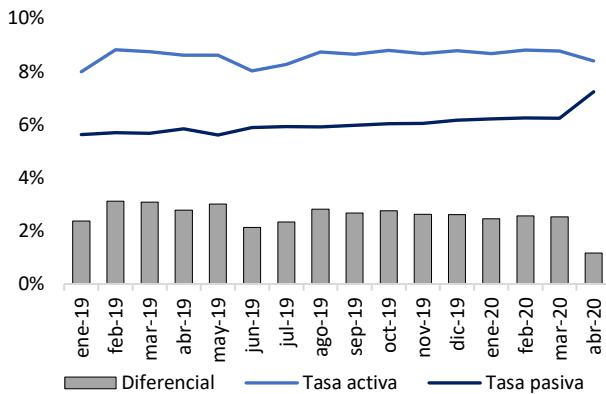
El 23 de marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrán cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia<sup>35</sup>. Asimismo, el 03 de abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió

<sup>34</sup> El Telégrafo. (2020, abril). *La banca muestra solvencia para enfrentar shocks de abril y mayo*. <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/la-banca-muestra-solvencia-para-enfrentar-shocks-de-abril-y-mayo>

<sup>35</sup> El Comercio. (2020, marzo). *¿Qué hacer frente a las deudas con bancos y tarjetas de crédito este fin de mes?* <https://www.elcomercio.com/actualidad/deudas-bancos-tarjetas-cuarentena-ecuador.html>

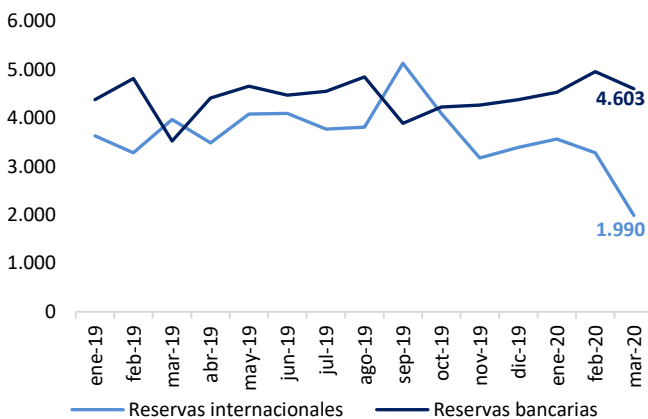


diferir pagos a tenedores de instrumentos de renta fija con vencimientos en los próximos 120 días.



**Gráfico 24:** Evolución de tasas de interés referenciales en Ecuador.  
Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Entre marzo y abril de 2020, la tasa de interés activa referencial disminuyó de 8,77% a 8,40%, mientras que la tasa de interés pasiva incrementó de 6,24% a 7,24%, debido a la disminución de los depósitos durante el último mes. Consecuentemente, el diferencial de tasas de interés se contrajo entre marzo y abril de 2020, al pasar de 253 puntos base a 116 puntos base<sup>10</sup>.

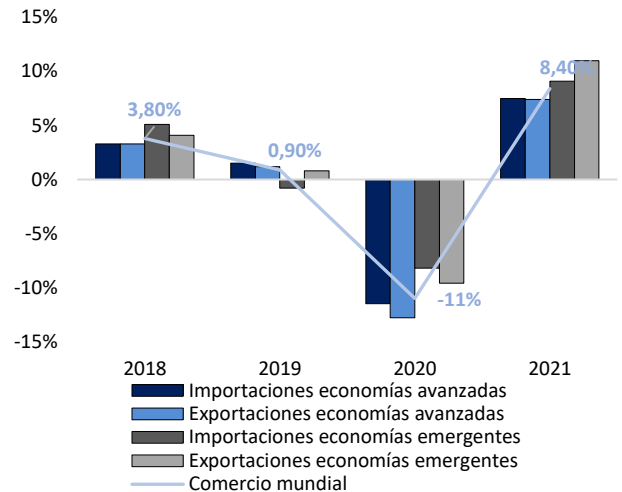


**Gráfico 25:** Reservas internacionales y Reservas bancarias en el Banco Central del Ecuador (millones USD).  
Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

En el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos de las instituciones financieras en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. Al 31 de marzo de 2020 las reservas internacionales alcanzaron los USD 1.990 millones, con una disminución mensual y anual de 39%, y que representa una caída cercana a USD 1.290 millones en cuatro semanas. El monto de reservas internacionales en marzo de 2020 cubrió en 42,51% a los pasivos monetarios de la entidad. Las reservas bancarias en el Banco Central alcanzaron los USD 4.603 millones en marzo de 2020, con una disminución mensual de 7,16%. De esta manera, las reservas internacionales cubrieron en 43,24% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central<sup>10</sup>.

**SECTOR EXTERNO SE DETERIORA**

Según estimaciones del FMI, el comercio mundial se contraerá en 11% durante 2020, con un mayor impacto en las economías avanzadas, y se recuperará en 8,40% en 2021, con un mayor impulso en las economías emergentes, que son altamente dependientes del sector externo<sup>1</sup>.



**Gráfico 26:** Crecimiento de comercio internacional.

Fuente: Fondo Monetario Internacional; Elaboración: Global Ratings

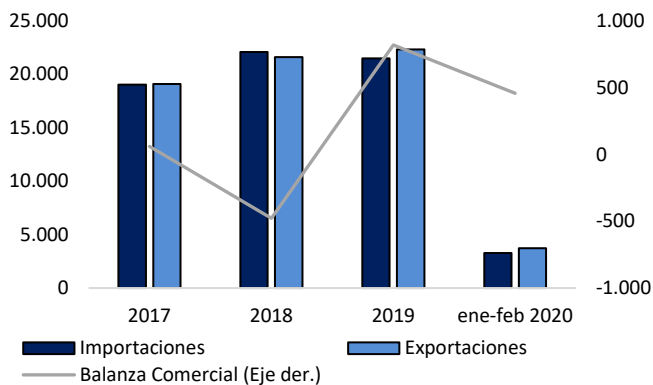
En América Latina se espera una contracción del comercio por el impacto directo de la crisis y la recesión económica de sus socios comerciales<sup>3</sup>.

	VOLUMEN	PRECIO	VALOR
América Latina y el Caribe	-2,5%	-8,2%	-10,7%
Exportadores de petróleo	-1,8%	-14,1%	-15,9%
Exportadores de minerales	-3,0%	-8,9%	-12,0%
Exportadores de productos agroindustriales	-2,4%	-2,5%	-5,0%
América del Sur	-2,8%	-11,0%	-13,8%

**Tabla 3:** Variación estimada de exportaciones América Latina y el Caribe  
Fuente: CEPAL; Elaboración: Global Ratings

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit de USD 820,10 millones, monto que representa un alza de USD 1.298 millones con respecto al déficit registrado en 2018. Las exportaciones petroleras representaron el 39% de las exportaciones totales. Entre enero y febrero de 2020 la balanza comercial registró un superávit de USD 458 millones, con una mejora respecto al mismo periodo de 2019, cuando se registró un déficit de USD 244 millones. Las exportaciones totales entre enero y febrero de 2020 fueron de USD 3.732 millones, con un crecimiento interanual de 13%. Las exportaciones petroleras entre enero y febrero de 2020 representaron el 30,76% de las exportaciones totales, con un monto de USD 1.148 millones, que constituye una disminución interanual de 5%, relacionada con la caída en los precios del petróleo. Las importaciones petroleras alcanzaron USD 1.999 millones entre enero y febrero de 2020, por lo cual la balanza petrolera registró un superávit de USD 486 millones. Por otro lado, la balanza no petrolera presentó un déficit de USD 28,20 millones entre enero y febrero de 2020, con una mejora respecto al mismo periodo de 2019, cuando se registró

un déficit no petrolero de USD 824 millones<sup>36</sup>. Los productos más representativos dentro de las exportaciones no petroleras fueron las flores naturales, los enlatados de pescado, y los productos mineros.



**Gráfico 27:** Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD).

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

## Sector Comercial

El sector comercial constituye uno de los principales dinamizadores de la economía. El desarrollo del sector comercial ha estado marcado por los avances tecnológicos, que han simplificado las operaciones de negocio y modificado la interacción con los consumidores. Sin embargo, la tecnología no ha podido reemplazar a los mecanismos de comercio tradicionales, que influyen en la lealtad del consumidor y la participación de mercado, lo cual genera oportunidades diversas para el sector. Dada la condición actual en el Ecuador, marcada principalmente por las restricciones a la movilidad decretadas en marzo 2020, el comercio electrónico ha ganado participación y se ha convertido en una oportunidad de crecimiento.

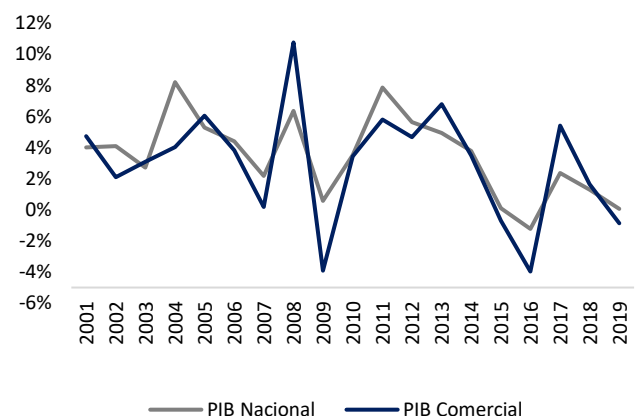
De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Censos, el sector comercial comprende la venta al por mayor y al por menor de todo tipo de productos, y la prestación de servicios accesorios a la venta de dichos productos<sup>39</sup>. La venta al por mayor y menor constituye la etapa final de la distribución de productos intercambiados o mercancías, y, por lo tanto, mantiene una relación directa con el proceso productivo a nivel de todas las industrias.

A partir de la dolarización en el Ecuador, el sector comercial mantuvo un crecimiento sostenido y alcanzó una tasa de variación anual promedio de 3,43% entre 2001 y 2008. Para el año 2008, el

El Colegio de Economistas de Pichincha estima que la exportación de productos ecuatorianos se ha reducido en 30% durante 2020. Uno de los sectores más afectados por la crisis a nivel nacional es el floricultor, con pérdidas aproximadas de USD 40 millones y una disminución de 80% en sus exportaciones hacia sus principales mercados<sup>37</sup>. En caso de que la cuarentena se prolongue, existe el riesgo de que cosechas de otros productos agrícolas de exportación, como el café, se pierdan<sup>38</sup>.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, 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, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

aumento de la inversión y el consumo privado impulsaron al sector comercial a obtener un crecimiento máximo de 10,76%. Durante la última década, el sector comercial creció a una tasa promedio de 3,18%. Tras mantener un crecimiento ininterrumpido entre 2010 y 2014, para 2015 el comercio se contrajo en 0,71%, principalmente debido a la imposición de las salvaguardias y a la estrecha relación del sector con los productos importados. La retracción del comercio se extendió hasta 2016, año en que se evidenció una caída de 3,97% en el PIB del sector<sup>40</sup>.



**Gráfico 28:** Crecimiento anual del PIB real.

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings.

<sup>36</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, abril). *Evolución de la Balanza Comercial, Enero – Febrero 2020*.

<sup>37</sup> Primicias. (2020, abril). *En menos de un año el sector florícola ha perdido USD 80 millones*. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/floricola-flores-perdida-emergencia-sanitaria-coronavirus/>

<sup>38</sup> El Universo. (2020, abril). *De mantenerse la cuarentena hay riesgo de perder la cosecha del café*.

<https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/19/nota/7817229/cosecha-cafe-produccion-exportacion-30-mas-perdidas-covid-19-pablo>

<sup>39</sup> INEC. *Manual de Usuario CIU – Clasificación Industrial Internacional Uniforme*. [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Poblacion\\_y\\_Demografia/CPV\\_aplicativos/modulo\\_cpv/CIU4.0.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Poblacion_y_Demografia/CPV_aplicativos/modulo_cpv/CIU4.0.pdf)

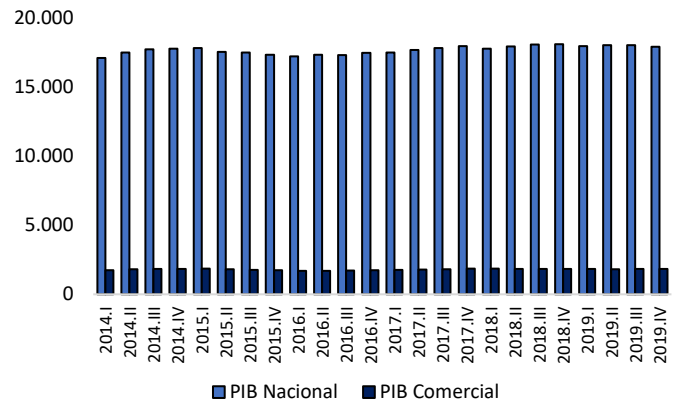
<sup>40</sup> Banco Central del Ecuador. (2019, octubre). *Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador – Boletín No. 1010, 2000.I – 2019.IV*.

Para 2017, el sector alcanzó un Producto Interno Bruto nominal de USD 9.960,09 millones y una tasa de crecimiento real de 5,40% frente a 2016, señal de dinamización de la economía y recuperación del consumo privado. Para 2018, el PIB del sector comercial alcanzó los USD 10.163,51 millones en términos nominales, con un crecimiento real de 2,04% en comparación con 2017. Para 2019, el PIB con el cual contribuyó el comercio fue de USD 10.146,24 millones que implica una reducción de 0,17% con respecto al año anterior <sup>3</sup>. El crecimiento del sector comercial durante 2017 y 2018 fue superior al de la economía nacional, sin embargo, en los últimos años se ha presenciado una importante reducción de la actividad comercial, lo cual ha disminuido los aportes del sector al crecimiento económico del país.

Durante 2017, el sector comercial mantuvo un crecimiento trimestral sostenido, que alcanzó un máximo de 1,87% al cierre del cuarto trimestre de dicho año. Para el cuarto trimestre de 2018, el PIB comercial del Ecuador alcanzó los USD 2.574,79 millones (USD 1.839,95 millones en términos constantes), lo cual representa una leve disminución de 0,94% frente al mismo periodo de 2017, y de 0,22% en comparación con el tercer trimestre de 2018. Al cuarto trimestre de 2019, el Valor Agregado Bruto alcanzó un monto de USD 2.501,41 millones en términos nominales, que representa una disminución de 0,3% con respecto al trimestre anterior y una variación anual decreciente de 0,76%. Su recaída contribuyó de manera negativa (-0,11) a la variación interanual del PIB del año 2019.

Esta evolución está relacionada con la desaceleración de la actividad económica de varios sectores, ya que su estructura es el resultado de la suma de los márgenes comerciales <sup>41</sup>. Adicionalmente, este sector se ha visto gravemente afectado por la emergencia sanitaria provocada por el Covid-19. De acuerdo con Iván Ontaneda, ministro de Producción, Comercio Exterior, Inversión y Pesca, las pérdidas en el sector comercial sobrepasaron los USD 350 millones en la primera semana de inactividad y se estima que llegaron a USD 884 millones al cierre del mes de marzo. Aproximadamente el 70% de las operaciones productivas han sido paralizadas. La mayoría de los pedidos de exportación y las órdenes de compra han sido canceladas, lo cual ha impactado en gran medida en la cadena de suministros involucrados en el sector de exportaciones<sup>42</sup>, que ha presentado problemas de iliquidez, debido al incumplimiento de los pagos, especialmente aquellos provenientes de Asia. Las industrias más afectadas son la bananera y camaronera, que vendieron su producto a China, entre enero y noviembre de 2019, por USD

1.925 millones y USD 211 millones, respectivamente<sup>43</sup>. El sector florícola también está dentro de los más afectados.



**Gráfico 29:** Evolución trimestral del PIB real (USD millones).

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings.

Entre 2000 y 2007, el comercio mantuvo una participación de 10,92% dentro del PIB nacional, consolidándose como el tercer sector con más importancia en la economía del país. Para 2008, el sector representó el 10,94% de la economía, y, a partir de entonces, la participación de este sector dentro del PIB nacional se mantuvo relativamente estable, con una ligera tendencia a la baja. Para 2015, el comercio representó el 10,21% del PIB nacional, y para 2016 esta participación se contrajo a 9,93% del PIB. Al cierre de 2017, la participación del sector comercial dentro del PIB nacional fue de 10,22%. Esto convirtió al comercio en el segundo sector con mayor participación dentro de la economía nacional en el último año, después de la industria manufacturera. Al cierre de 2018, el sector comercial fue el tercer sector más grande, con una participación de 10,26% dentro del PIB nacional. Para 2019, la participación del sector comercial dentro del PIB real nacional fue de 10,16%, antecedido por el sector manufacturero y precedido por el de enseñanzas y servicios de salud y el de construcción, con participaciones de 8,92% y 8,17%, respectivamente<sup>40</sup>.

<sup>41</sup> BCE Boletín Enero 2020. <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1339-la-econom%C3%ADa-ecuatoriana-decreci%C3%B3-01-en-el-tercer-trimestre-de-2019>

<sup>42</sup> Rueda de prensa (Mar 24, 2020). Iván Ontaneda, ministro de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca.

<sup>43</sup> El Universo (2020, marzo 7). Iliquidez, el “síntoma” del sector exportador ecuatoriano provocado por el coronavirus.

<https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/07/nota/7770504/coronavirus-china-pagos-exportaciones-ecuador-ministerio-produccion>

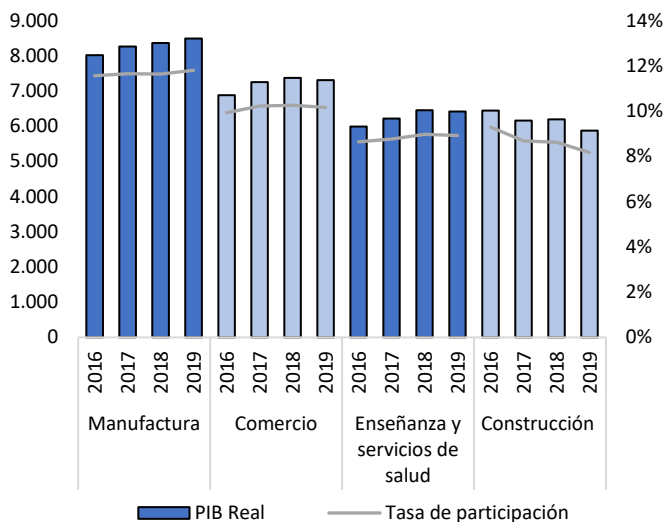


Gráfico 30: Evolución PIB y participación por sector

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings.

Adicionalmente, durante el 2018, las ventas alcanzadas por las empresas ecuatorianas fueron de USD 151.003 millones, monto que superó en 38% al PIB nacional de 2018, y representó un incremento de 4,1% en comparación con las de 2017. Las ventas del sector de comercio al por mayor y menor durante 2018 crecieron en 7,6% en comparación con las de 2017, y alcanzaron los USD 68.020,40 millones. Entre los productos con mayores ventas dentro del sector comercial se encontraron los enseres domésticos, los alimentos y bebidas, los automotores, entre otros. No obstante, el volumen de ventas todavía no iguala al nivel de crecimiento previo al 2014, cuando la facturación a nivel nacional crecía a una tasa aproximada de 8%<sup>44</sup>.

Entre enero y septiembre de 2019, los negocios que comercializan productos de primera necesidad registraron un aumento en la facturación del 7,51% frente al mismo periodo de 2018. No obstante, a pesar de que los negocios que comercializan artículos electrónicos, electrodomésticos, ropa, zapatos, accesorios y otros gravados con IVA arrancaron bien el año, a partir de junio registraron una caída en sus ventas. Entre enero y septiembre de 2019, las ventas de este tipo de negocios se contrajeron en 0,67% frente al mismo periodo de 2018. Se estima que, durante el mes de octubre de 2019, las ventas de distintos sectores cayeron en aproximadamente 36%, producto del paro nacional que restringió el comercio a nivel nacional. Actualmente, la situación del sector comercial es compleja debido a la restricción en la movilidad impuesta por la emergencia sanitaria en marzo de 2020. De acuerdo con la Cámara de Comercio de Guayaquil, las pérdidas del sector comercial superan los USD 3.526 millones a causa de la

paralización. No obstante, se ha evidenciado un crecimiento significativo en las ventas a través de herramientas de comercio electrónico como aplicaciones móviles y páginas web, principalmente relacionados con artículos de primera necesidad.

Para el año 2019 hubo un incremento del 8% del monto promedio de las utilidades que entregaron las empresas a sus trabajadores. Las empresas relacionadas con el sector comercial fueron el principal impulso para este crecimiento, especialmente las de consumo masivo, automotriz y farmacéuticos. El promedio de utilidades de 119 empresas específicamente incrementó de USD 3.539 en 2018 a USD 3.993 en 2019<sup>45</sup>.

Para monitorear el comportamiento de un determinado sector productivo, el INEC utiliza el **Índice de Nivel de Actividad Registrada**, que indica el desempeño económico-fiscal mensual de los sectores y actividades productivas de la economía nacional. Para esto, se utiliza un indicador estadístico que mide el comportamiento de las ventas corrientes en un mes determinado, comparado con las ventas del mismo mes, pero de un período base (Año 2002=100)<sup>46</sup>. Para enero de 2020, el Índice de Nivel de Actividad Registrada del comercio al por mayor y menor se ubicó en 103,75 puntos, cifra que representa un incremento interanual de 11,41% y una recuperación mensual de 8,49%. Se espera que los niveles de actividad del sector comercial a partir de marzo de 2020 se deterioren como consecuencia de la paralización económica.

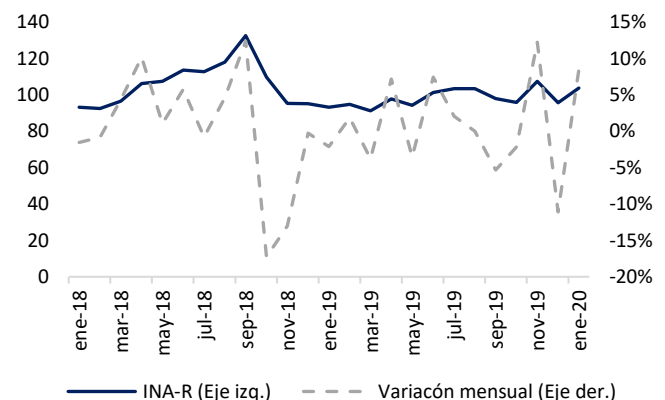


Gráfico 31: INA-R del sector Comercio al por mayor y menor

Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings.

Para enero de 2020, el Índice de Confianza del Consumidor, que mide el grado promedio de optimismo del consumidor ecuatoriano, evidenció una disminución mensual de -0,2 puntos, alcanzando un valor de 37,0<sup>47</sup>. Esto representa una disminución de 1,1% frente a enero de 2019.

En cuanto al mercado laboral, el último año reflejó estabilidad en el nivel de empleo del sector. El **Índice de Puestos de Trabajo**, que

<sup>44</sup> El Universo. (2019, marzo 4). *Ventas de las empresas crecieron 4,1% en 2018 en Ecuador*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/03/04/nota/7216916/ventas-empresas-crecieron-41-2018>

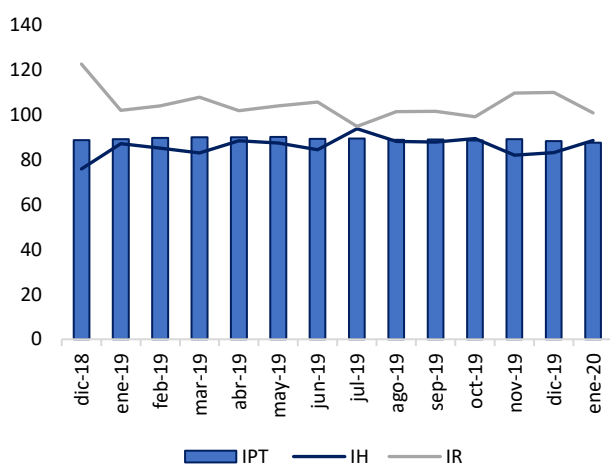
<sup>45</sup> El Comercio. (2019, 13 Abril). *Empresas reparten más utilidades este 2019 en Ecuador*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/empresas-reparticion-utilidades-ecuador-negocios.html>

<sup>46</sup> Metodología INA-R, marzo 2017, extraído de:

<http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/>  
<sup>47</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, enero). *Índice de Confianza del Consumidor ICC- No. 111*. <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/320-~Adiscretionary%20%7B-%7D%7B%7D%7B%7D%7B%7Dndice-de-confianza-del-consumidor>

mide el número de personal ocupado, empleados y obreros en las actividades relacionadas con el comercio al por mayor y menor, se ubicó en 87,58 puntos en enero de 2020<sup>48</sup>. A pesar de la implementación de nuevas tecnologías de comercialización, existió estabilidad de los puestos de trabajo durante el último año. En un futuro, los puestos de empleo en el sector comercial demandarán capacidades relacionadas con la tecnología, el análisis de grandes bases de datos (*big data*), la inteligencia artificial y el manejo de redes sociales, lo cual se relaciona directamente con el marketing digital y el comercio electrónico.

Por otro lado, el **Índice de Horas de Trabajo**, que mide el número de horas empleadas por el personal en las actividades laborales de comercio al por mayor y menor, se ubicó en 88,59 en el mes de enero de 2020<sup>48</sup>. Este valor constituye un aumento de 6,48 % con respecto al mes de diciembre de 2019. Por su parte, el **Índice de Remuneraciones**, que mide la evolución de las remuneraciones por hora trabajada percibidas por el personal ocupado en las actividades de comercio al por mayor y menor, fue de 100,94 en el mes de enero de 2020<sup>48</sup>, cifra que constituye una disminución de 8,29% frente a diciembre de 2019.



**Gráfico 32:** Índice de puestos de trabajo, Índice de horas trabajadas e Índice de remuneraciones (comercio al por mayor y menor)

Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

Para diciembre de 2019, el 17,93% de la población empleada del país se ocupó el sector comercial<sup>49</sup>. Esto lo consolidó como el segundo sector con mayor generación de empleo en el país, antecedido únicamente por el sector de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. Para marzo 2020 a nivel nacional, 253.000 empleados pasaron a una modalidad de trabajo en casa

y 1.572 compañías aplicaron la suspensión de la jornada laboral, de las cuales 361 pertenecen al sector comercial<sup>50</sup>.

SECTOR	MAR-19	JUN-19	SEP-19	DIC-19
Agricultura, ganadería, caza, y silvicultura y pesca	30,11%	29,77%	29,68%	29,41%
Comercio	17,52%	18,30%	18,55%	17,93%
Manufactura	10,48%	10,26%	9,99%	10,32%
Construcción	6,15%	5,80%	5,76%	6,08%
Enseñanza y servicios sociales y de salud	6,50%	6,45%	6,60%	6,69%
Otros	29,24%	29,43%	29,42%	29,56%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 4:** Porcentaje de empleo por sector.

Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

En cuanto al financiamiento del sector, durante el cuarto trimestre de 2019, del total de empresas que operaron en el sector comercial, el 17% solicitó un crédito, convirtiéndolo en el mayor solicitante de crédito en el país, seguido de las industrias, con una demanda de 13%. El 26% de las empresas grandes que operan en el sector comercial demandaron crédito durante el cuarto trimestre, comparado con el 11% de las pymes y el 5% de las microempresas. Del monto total de crédito otorgado a empresas del sector comercial, el 76% fue destinado para capital de trabajo, el 11% a la inversión y adquisición de activos, el 8% a la reestructuración y pago de deudas, y el 5% a operaciones de comercio exterior. Dentro de las empresas que no solicitaron crédito el 38% fue porque no necesitó crédito, el 37% de las empresas se financiaron con recursos propios, el 16% ya posee un crédito vigente y el 4% debido al entorno macroeconómico nacional.<sup>51</sup>

A diciembre de 2018, el volumen de crédito otorgado por instituciones financieras públicas y privadas a las empresas del sector comercial alcanzó los USD 8.069,13 millones<sup>52</sup>. Esto constituye un incremento de 12,50% con respecto a 2017. Asimismo, este monto representa el 25,89% del crédito total colocado entre enero y diciembre de 2018 a nivel nacional. Para 2019, el crédito colocado en el sector comercial ascendió a USD 8.717 millones, monto que representa el 26,83% del total colocado a nivel nacional, y que supone un incremento de 8,04% con respecto al año anterior.

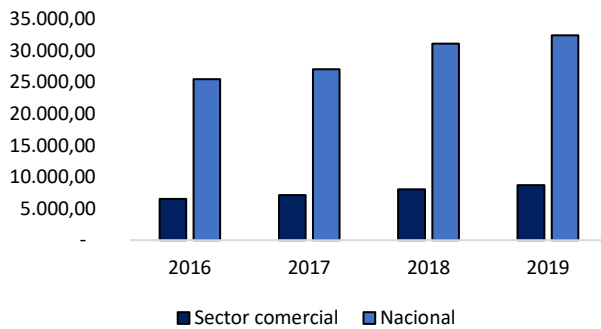
<sup>48</sup> INEC. (2019, septiembre). Histórico IPT – IH – IR. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/historicos-ipt-ih-ir/>

<sup>49</sup> INEC. (2019). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo – diciembre 2018. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-diciembre-2018/>

<sup>50</sup> El Universo (2020, marzo 23). 2000 empresas pararon o redujeron su trabajo por coronavirus en Ecuador. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/22/nota/7791549/jornada-laboral-trabajadores-sueldos-reduccion-suspension>

<sup>51</sup> Banco Central del Ecuador. Reporte Trimestral de Oferta y Demanda de Crédito – Tercer trimestre 2019. <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/324-encuesta-trimestral-de-oferta-y-demanda-de-cr%C3%A9dito>

<sup>52</sup> Superintendencia de Bancos. Volumen de crédito. [http://estadisticas.superbancos.gob.ec/portalestadistico/portalestudios/?page\\_id=327-Datos de Enero-octubre 2019](http://estadisticas.superbancos.gob.ec/portalestadistico/portalestudios/?page_id=327-Datos de Enero-octubre 2019)



**Gráfico 33:** Volumen de crédito colocado (millones USD)

**Fuente:** Superintendencia de Bancos del Ecuador;

**Elaboración:** Global Ratings

Debido a los incidentes provocados por el Covid-19 y la consecuente crisis global, se esperan índices económicos aún más desfavorables para todos los sectores de la economía incluyendo el comercial. En marzo de 2020, los Directorios Ejecutivos del Banco Mundial y la Junta de Directores de la Corporación Financiera Internacional acordaron aumentar a USD 14.000 millones el paquete de desembolso acelerado para ayudar a las empresas y los países más afectados por la pandemia. El IFC aumentará el paquete de financiamiento afín al Covid-19 de USD 6.000 millones a USD 8.000 millones, de los cuales USD 2.000 millones serán destinados concretamente al área comercial. El principal objetivo es asistir a las pequeñas y medianas empresas involucradas en la cadena de suministro a nivel internacional<sup>53</sup>.

El análisis de las fuerzas competitivas de la industria comercial refleja que existe un bajo poder de negociación de los proveedores. Esto se debe a que el sector comercial comprende la venta al por mayor y menor de todo tipo de productos y servicios, por lo que existe una gran variedad de oferta a nivel nacional. Por el contrario, el poder de negociación de los compradores es alto, debido a la cantidad de empresas dedicadas a la venta de productos, así como a la disponibilidad de productos sustitutos en el mercado; si el mercado considera que la relación de precio y calidad de un producto no es adecuada, puede recurrir a productos de unidades comerciales competidoras o que oferten productos sustitutos.

Debido a la variedad de productos y servicios que se comercializan, resulta complicado establecer de manera generalizada el grado de amenaza de los sustitutos en el sector. No obstante, es importante señalar que la elasticidad en el sector es alta; es decir, los consumidores tienen un alto grado de reacción en cuanto a la cantidad demandada ante un incremento

de los precios. En este sentido, cuando incrementan los precios de productos de segunda necesidad, la cantidad demandada de los mismos disminuye, ya que no son imprescindibles. Cuando incrementan los precios de productos de primera necesidad que se venden al por mayor y menor en el mercado nacional, la población recurre a productos inferiores o a sustitutos que cumplan la misma función, pero representen un costo más bajo.

En cuanto a la amenaza de nuevos participantes, las barreras de entrada al sector comercial son bajas, pero dependen del negocio específico al que se dedique la empresa. Existe un beneficio en términos de economías de escala; muchas veces las empresas que se dedican a la venta al por mayor de un producto determinado, adquiere los productos de sus proveedores en masa, lo cual puede disminuir los costos en comparación con empresas minoristas que demandan una cantidad de producto inferior. Sin embargo, el tamaño del sector permite un fácil acceso a proveedores y canales de distribución. En general, la inversión inicial no es tan elevada en comparación con otros sectores de la economía; no obstante, depende del tipo de producto o servicio que se comercialice.

Dentro del negocio de la comercialización y venta al por mayor y menor de productos de consumo masivo, COHERVI S.A. mantiene una posición adecuada en el mercado geográfico en el que opera, ocupando el quinto lugar entre sus competidores cercanos, con una participación de mercado de aproximadamente 11%.

EMPRESA	PARTICIPACIÓN DE MERCADO
Hipermarket	26%
Tía	25%
Devies	13%
Akí	11%
Cohervi	11%
Roxana	4%
Lopez	4%
Rosita	4%
Melissa	1%
La Canasta	1%

**Tabla 5:** Posición competitiva mercado de venta al por mayor y menor de productos de consumo masivo en la zona de Milagro.

**Fuente:** COHERVI S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, 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, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una posición adecuada en su segmento de mercado a pesar de la competencia y que la situación en la que se encuentra atravesando el sector presenta un potencial de crecimiento y desarrollo.

<sup>53</sup> Banco Mundial. (2020, Marzo 17). La respuesta del Grupo Banco Mundial a la COVID-19 aumenta a USD 14 000 millones para ayudar a sostener las economías y proteger el empleo. <https://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2020/03/17/world>

bank-group-increases-covid-19-response-to-14-billion-to-help-sustain-economies-protect-jobs

## La Compañía

COHERVI S.A. fue constituida en la ciudad de Guayaquil del cantón Guayas el 06 de diciembre de 1988 ante el Notario Vigésimo Primero, Ab. Marcos Díaz Casquete, e inscrita en el registro mercantil del cantón Milagro el 12 de enero de 1989.

La compañía tiene como objeto social la distribución y comercialización de productos comestibles elaborados y/o semielaborados para su consumo humano y animal, y la importación, representación, distribución y comercialización de otros productos tales como cigarrillos, licores, bebidas gaseosas, electrodomésticos y equipos de bazar.

La compañía tiene como misión el distribuir y comercializar productos de calidad para negocios y consumidores, buscando la economía de sus clientes, basados en una filosofía de honestidad y ética de servicio continuo. COHERVI S.A. busca ser líder en la distribución y comercialización de productos y marcas de calidad a nivel país, enfocando su esfuerzo y atención a los clientes, basados en la permanente innovación tecnológica, promoviendo el desarrollo del personal y otorgando rentabilidad sostenida a los accionistas.

La compañía tiene un capital social de USD 2.000.000,00 dividido en 2 millones de acciones ordinarias de USD 1,00 cada una. La composición accionarial de la compañía es la siguiente:

ACCIONISTA	PAÍS	MONTO	PARTICIPACIÓN
Delgado Villacís Targelia Josefina	Ecuador	USD 1.060.000,00	53%
Delgado Villacís Clara Alemania	Ecuador	USD 940.000,00	47%
<b>Total</b>	-	<b>2.000.000,00</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 6:** Estructura accionarial

**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que los estos se encuentran altamente comprometidos con el desarrollo de la empresa, hecho que se refleja en la fortaleza patrimonial que respalda la operación de la compañía.

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el 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 se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración.

EMPRESA	VINCULADO	SITUACIÓN LEGAL	ACTIVIDAD
RULIWAS S.A.	Delgado Villacís Targelia Josefina Delgado Villacís Clara Alemania	Disolución	Venta al por mayor de productos farmacéuticos, incluso veterinarios

**Tabla 7:** Compañías relacionadas por accionariado

**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

Adicionalmente, la compañía mantiene vinculación por administración con las siguientes compañías:

EMPRESA	VINCULADO	CARGO
Inmolesvi S.A.	Delgado Villacís Targelia Josefina Delgado Villacís Clara Alemania	RL ADM
Germenis S.A.	Delgado Villacís Targelia Josefina	RL
Endispe S.A.	Delgado Villacís Targelia Josefina Delgado Villacís Clara Alemania	RL ADM
Ruliwas S.A.	Delgado Villacís Clara Alemania	RL

**Tabla 8:** Compañías relacionadas por administración

**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

La empresa dispone de un equipo de personas, cuyos principales funcionarios poseen amplia experiencia y competencias adecuadas en relación con sus cargos. Sus ejecutivos principales son:

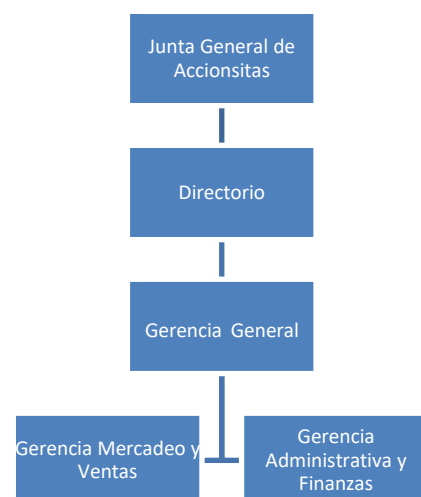
NOMBRE	CARGO
Delgado Villacís Clara Alemania	Presidente
Díaz Peñafiel Vinicio Roberto	Gerente General

**Tabla 11:** Administradores de la compañía

**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

La Junta General de Accionistas es la máxima autoridad y tiene poderes suficientes para resolver todos los asuntos relativos a los negocios sociales y para tomar decisiones que juzgue convenientes en defensa de la compañía. Será de su competencia el nombrar al Presidente, miembros del Directorio y Gerentes; además de, conocer y aprobar el balance general y el estado de las cuentas de pérdidas y ganancias, y los informes del Directorio, y de los Gerentes de la compañía; resolver sobre la distribución de los beneficios sociales; y las demás atribuciones señaladas en la ley.

El organigrama resumido de la compañía se indica a continuación:



**Gráfico 34:** Extracto estructura organizacional

**Fuente:** COHERVI S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

La empresa cuenta actualmente con 98 empleados, los cuales la compañía considera de un rendimiento más que satisfactorio en la generalidad de los casos. Estos se distribuyen en diferentes áreas. La compañía no mantiene sindicatos ni asociaciones de empleados. Todo el personal activo cuenta con documentación en regla, contratos debidamente registrados en el Ministerio de

Trabajo y afiliación al IESS. Además, mantiene 4 empleados con capacidades especiales dentro de la nómina general.

La compañía utiliza varios sistemas operativos para el adecuado desarrollo de las actividades. Su principal sistema informático es el DOBRA 7 Empresarial, el cual se encuentra diseñado para el trabajo en red soportando tecnologías de comunicación entre las que se destacan: LAN y VPN. Adicionalmente, el sistema DOBRA 7 Empresarial permite administrar la contabilidad y transacciones de la compañía. Los respaldos de información se realizan de manera diaria por las noches.

Con todo lo expuesto en este acápite, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3 y 4, 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 respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. 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 afirmado en el tiempo.

## BUENAS PRÁCTICAS

A la fecha del presente informe, COHERVI S.A. no mantiene implementados lineamientos de Gobierno Corporativo. Sin embargo, la compañía mantiene un Directorio no estatutario. La Plana Ejecutiva se reúnen permanentemente, cada vez que sea necesario y cuando se presentan temas relevantes que ameriten la presencia de los directivos.

Con todo lo expuesto en este acápite, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en el Numeral 4, 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.

La compañía basa su accionar en valores y principios corporativos que siguen la ética empresarial de COHERVI S.A. y de sus colaboradores. Estos son:

- Prioridad óptima de los negocios y clientes
- Honestidad y ética de servicio
- Profesionalismo e innovación

- Trabajo en equipo
- Productividad y desarrollo
- Fidelidad de los colaboradores
- Cobertura geográfica

Actualmente, 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. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al 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.

## OPERACIONES Y ESTRATEGIAS

COHERVI S.A. se dedica a la comercialización de productos de consumo masivo, venta al por mayor y menor de diversos productos para el consumidor, y actividades comerciales a cargo de comisionistas de venta al por menor a través de sus sucursales de supermercados y tiendas.

La matriz de COHERVI S.A. se ubica en Milagro y la compañía mantiene tres sucursales adicionales en esa misma ciudad.

COHERVI S.A. mantiene su modelo de negocio en base a tres diferentes formas de exposición al cliente, en función de las necesidades que busca satisfacer.

- COHERVI Supermercados
- COHERVI Tiendas

- COHERVI Distribución

### Políticas de Crédito

La compañía COHERVI S.A. puede conceder operaciones de crédito a toda persona natural, calificada como sujeto de crédito. La compañía se reserva el derecho de no calificar y/o aprobar cualquier solicitud de crédito, pese a que éstas cumplan con todos los requisitos establecidos por la institución, si lo considera no sujeto de crédito.

Las autonomías de crédito establecen distintos niveles de aprobación de acuerdo con el cargo y responsabilidad del área, y con sus límites respectivos.



Todos los funcionarios que califican al cliente pueden condicionar la aprobación a exigir requisitos y datos adicionales para mejorar la recuperación del crédito. Los postulantes deberán vivir obligatoriamente en zona donde COHERVI S.A. tenga cobertura, y deberán tener obligatoriamente un número de teléfono convencional fijo en domicilio y trabajo.

El plazo de los créditos se otorgará dependiendo del monto solicitado y aprobado, sujeto a las condiciones de pago acordadas. Los plazos autorizados van desde los 8 días en montos de USD 200 a USD 499,99, hasta 21 días para montos de USD 3.000 a USD 4.999,99. Para este último rango, el cliente deberá entregar, adicionalmente, 2 cheques para un plazo no mayor a 21 días. Para clientes mayoristas, dependiendo del volumen de venta la compañía da plazos de hasta 24 meses de crédito.

### Política de Pago

La política de pago a proveedores de la compañía se basa en negociaciones anuales que se realizan con los diferentes proveedores y en sus propias políticas de crédito. Los pagos a proveedores se realicen en rangos desde pagos al contado hasta a 65 días de crédito.

### Política de Dividendo

COHERVI S.A. mantiene una política de pago de dividendos anual para sus accionistas. Sin embargo, al verse inmersos dentro del Mercado de Valores, se decidió que, mientras mantengan vigentes instrumentos en el mercado, no se pagarán dividendos.

Debido a su giro de negocio, COHERVI S.A. cuenta con varios clientes particulares, siendo estos, en su gran mayoría, personas naturales. Tomando los 5 principales clientes, ninguno presenta una participación superior al 3% de las ventas, evidenciando la alta diversificación de clientes.

CLIENTES	PARTICIPACIÓN
Edgar Fabián Vega	2,77%
Jairo Adolfo Intriago	1,73%
Dismero S.A.	1,38%
Michael Douglas Calero	1,36%
Mi Tienda Reyes Pesantez Cía. Ltda.	1,27%
Otros	91,49%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 9:** Principales clientes

**Fuente:** COHERVI S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Los principales proveedores de COHERVI S.A. son empresas reconocidas a nivel nacional productoras y comercializadoras de productos para el consumo masivo. Entre los principales proveedores se encuentran Industrias Ales C.A. (27,99%), La Fabril S.A. (17,66%) y Distribuidora Romero Reyes S.A. (11,15%). Estos tres proveedores concentran aproximadamente el 56,80% del costo de ventas de la compañía.

PROVEEDOR	PARTICIPACIÓN
Industrias Ales C.A.	27,99%
La Fabril S.A.	17,66%
Distribuidora Romero Reyes S.A.	11,15%
Industrial Molinera C.A.	5,72%
Distribuidora DISPACIF S.A.	5,13%
Johnson & Johnson del Ecuador S.A.	4,58%
Distribuidora Muñoz Viallquiran S.A. DISMUVISA	3,06%

PROVEEDOR	PARTICIPACIÓN
Boticas Unidas del Ecuador C.A.	2,18%
Macomon S.A.	2,10%
Otelo & Fabell S.A.	1,99%

**Tabla 10:** Principales proveedores

**Fuente:** COHERVI S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Las políticas de Inversión de la compañía están orientadas principalmente a la expansión y posicionamiento de su marca a nivel nacional, mediante el establecimiento de diversos puntos de venta bajo sus diferentes formatos. Para ello, realiza constantes inversiones para la remodelación de los establecimientos existentes. Asimismo, la compañía destina inversión en capacitación y el desarrollo. Adicionalmente, los saldos de efectivo diarios de la compañía son invertidos en productos financieros.

A lo largo del tiempo, COHERVI S.A. ha financiado sus actividades a través de 6 fuentes de ingresos:

- El capital que aportan las accionistas.
- La reinversión permanente de las utilidades de la empresa.
- Créditos con la banca local a través de líneas tradicionales.
- Captación de los clientes.
- Sólidas relaciones de crédito que le otorgan sus proveedores.
- Mercado de Valores Ecuatoriano.

Finalmente, el análisis FODA permite visualizar la situación actual de la compañía, resaltando los aspectos más relevantes, tanto positivos como negativos, así como factores externos e internos, de acuerdo con su origen.

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Marca conocida</li> <li>■ Amplia variedad de productos</li> <li>■ Ubicación geográfica</li> <li>■ Más de 600 proveedores de las marcas líderes</li> <li>■ Estructura física adecuada</li> <li>■ Cartera de clientes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Manejo logístico del servicio</li> <li>■ Poca recordación de la marca</li> </ul>
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Expansión en cobertura geográfica</li> <li>■ Captar nuevos clientes minoristas</li> <li>■ Aumentar participación clientes finales</li> <li>■ Aumentar surtido de productos diferentes a PCM</li> <li>■ Alianzas con proveedores estratégicos</li> <li>■ Implementar marcas propias</li> <li>■ Aumentar plazos de crédito</li> <li>■ Diversificar temas y productos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Variación de las políticas de ventas de proveedores</li> <li>■ Nuevas leyes que incorporen topes a precios y PCM</li> <li>■ Incremento de tasas arancelarias</li> <li>■ Incremento de impuestos</li> </ul>

**Tabla 11:** FODA

**Fuente:** COHERVI S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 2, 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. Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada posición frente a sus clientes y proveedores. A través de su orientación estratégica pretende consolidar su posición en el sector en el que desarrolla sus actividades.

## PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe COHERVI S.A., mantiene vigente la Primera Emisión de Obligaciones. La presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

EMISIÓN	AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones COHERVI S.A.	2018	SCVS.INMV. DNAR.2018-00006487	USD 4.000.000	Vigente
Segunda Emisión de Obligaciones COHERVI S.A.	2019	SCVS-INMV- DNAR-2019-00038516	USD 4.000.000	Vigente

**Tabla 12:** Presencia Bursátil  
Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido COHERVI S.A., en circulación en el Mercado de Valores.

EMISIÓN	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO
Primera Emisión de Obligaciones COHERVI S.A.	218	16	USD 4.000.000
Segunda Emisión de Obligaciones COHERVI S.A.	8	5	USD 4.000.000

**Tabla 13:** Liquidez de presencia bursátil  
Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

En función de lo antes mencionado, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el 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.

## RIESGOS Y DEBILIDADES ASOCIADOS AL NEGOCIO

Según el Literal g, 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, Global Ratings 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 que afecte a la economía, 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 terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. Las condiciones de emergencia derivadas de la pandemia han afectado al entorno económico de manera general. Algunas industrias y negocios se encuentran paralizadas y otras operando con muchas limitaciones y restricciones. El gobierno ha tomado medidas para atenuar este efecto en las empresas, pero es

probable que resulten insuficientes. Las medidas gubernamentales junto a un análisis detallado del portafolio de clientes y políticas de cobro mitigan este riesgo.

- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio, y una concentración en proveedores locales, que le permiten mitigar este riesgo.
- 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 la compañía, 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 sus contratos suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.

- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información. 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 ups diarios 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 pérdida de la información.

Según el 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., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son efectivo y equivalente al efectivo hasta por la suma de USD 41.187,68, activos financieros hasta por la suma de USD 2.096.512,29, inventarios hasta por la suma de USD 1.551.121,16, activos por impuestos corrientes hasta por la suma de USD 135.304,36, otros activos corrientes hasta por la suma de USD 21.439,18 y clientes por cobrar largo plazo hasta por la suma de USD 3.939.384,61. Los activos que respaldan la presente Emisión 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 activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantiene sobre los activos contratada con Generali Ecuador Compañía de Seguros S.A. por un monto de USD 4.909.991,96 hasta abril de 2021.

## Análisis Financiero

El informe de calificación se realizó con base a los Estados Financieros auditados bajo NIIF para los años 2016, 2017 y 2018 por Consultora Panamerican Martínez & Asociados CONMARTÍNEZ Cía. Ltda. El último informe de auditoría no contiene observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. Además, se analizaron los Estados Financieros no auditados al 28 de febrero de 2019, 31 de diciembre de 2019 y al 29 de febrero de 2020.

- Al ser el 29,05% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios, evitando de esta forma pérdidas y daños, además, de una póliza de seguros sobre inventarios contratada con Generali Ecuador Compañía de Seguros S.A. por un monto de USD 1.155.800 hasta abril de 2021.
- 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. Debido a la crisis sanitaria que atraviesa el país y la consecuente incertidumbre económica, varios clientes reflejan retrasos en sus pagos. La compañía espera que esa tendencia se mantenga durante al menos los próximos tres meses. Para mitigar este riesgo, se encuentra gestionando plazos de crédito con algunos proveedores para equiparar los flujos de caja. Es importante destacar que los ingresos por cuentas por cobrar sufrirán algún retraso pero dado el tipo de clientes y su experiencia anterior, estas cuentas serán canceladas en fecha posterior.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, 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, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene COHERVI S.A., no se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas, por lo que los no existen riesgos asociados.

CUENTAS	2016	2017	2018	FEB 2019	2019	FEB 2020
Activo	7.868	8.903	10.487	12.037	16.895	16.879
Activo corriente	3.127	4.422	3.579	4.896	7.950	7.085
Activo no corriente	4.741	4.481	6.907	7.141	8.945	9.795
Pasivo	2.450	3.261	4.392	5.859	10.515	10.468
Pasivo corriente	1.991	2.605	3.468	3.850	5.857	5.810
Pasivo no corriente	459	656	924	2.009	4.658	4.658
Patrimonio	5.418	5.641	6.094	6.178	6.380	6.411
Capital Social	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Ventas	8.735	7.062	10.134	2.534	9.074	2.067
Costo de ventas	6.890	5.244	7.963	2.086	6.725	1.674
Utilidad neta	34,07	222,98	465,73	50,97	264,00	31,02

**Tabla 14:** Principales cuentas (miles USD)

**Fuente:** Estados Financieros auditados 2016 – 2018 e internos a febrero, diciembre 2019 y febrero 2020; **Elaboración:** Global Ratings

## ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

## Ventas y Costo de Ventas

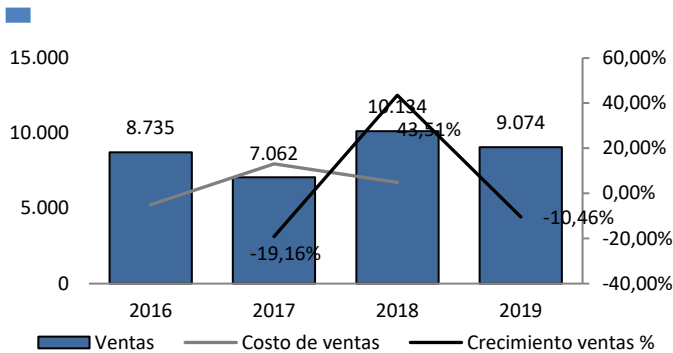


Gráfico 35: Evolución ventas vs crecimiento de ventas (%)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2016 – 2018 e internos 2019;

Elaboración: Global Ratings

Durante el periodo analizado, los ingresos de la compañía presentaron un comportamiento fluctuante. Para 2017, las ventas presentaron una disminución de 19,16%, pero se recuperaron para 2018, superando los ingresos reportados en el 2016. Para 2018 los ingresos alcanzaron los USD 10,13 millones, lo que supone un incremento de 43,51% (USD 3,07 millones) con respecto al 2017, mientras que al cierre de diciembre de 2019, los ingresos de la compañía tuvieron una disminución del 10,46% con respecto al 2018 alcanzando los USD 9,07 millones

INGRESOS	2018	2019
Enero	532.242	530.113
Febrero	615.698	504.299
Marzo	577.404	722.157
Abril	401.924	816.954
Mayo	701.246	997.626
Junio	815.095	828.039
Julio	796.905	855.177
Agosto	765.422	848.887
Septiembre	1.207.182	522.204
Octubre	1.156.564	786.343
Noviembre	1.222.832	859.723
Diciembre	1.341.489	802.520
<b>Total</b>	<b>10.134.002</b>	<b>9.074.041</b>

Tabla 15: Detalle ventas (USD)

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: Global Ratings

En cuanto a la comparación de ingresos de COHERVI S.A. por mes, se puede observar que a partir del mes de septiembre la empresa empezó a disminuir sus ingresos con respecto al 2018, el principal factor para este comportamiento se dio por escasez de productos como verduras, leche, cárnicos y pan debido al paro que empezaba en zonas estratégicas agrícolas del país. La tendencia continuó los meses siguientes, siendo el mes de octubre el de mayor repercusión ante el paro nacional que afrontó el país, disminuyendo fuertemente la demanda dentro de sus supermercados y tiendas y subsistiendo de las ventas a crédito que la compañía realiza.

Adicionalmente, COHERVI S.A. clasifica sus ingresos entre aquellos productos que generan una tarifa de 12% o con tarifa 0%. La diferenciación entre ambos son aquellos productos que no

generan I.V.A., siendo estos principalmente aquellos de la canasta básica. La Ley de Régimen Tributario establece una lista de los productos y servicios que no pagan IVA, entre estos se encuentran productos alimenticios de origen agrícola, leches en estado natural, pasteurizada, etc. Para el cierre de 2018 aquellos productos con mayores ventas fueron los que no generaban I.V.A., con un incremento de USD 4,52 millones, contrarrestando la disminución de los productos que generan I.V.A. Para diciembre de 2019 continuó la misma tendencia manteniendo una mayor participación los productos libres de I.V.A.

Dado el incremento de ventas de productos que no gravan I.V.A., los cuales mantienen un menor margen de utilidad que aquellos que sí, al no ser productos procesados, la participación del costo de ventas incrementó al cierre de 2018 pasando de 74,27% en 2017 a 78,57% en 2018. Para diciembre de 2019 se redujo a una participación del 74,11%, inferior al promedio histórico de la empresa. La reducción del costo de ventas corresponde a descuentos en mercancía comprada por pronto pago, permitiéndole a la empresa generar un margen de ganancia superior.

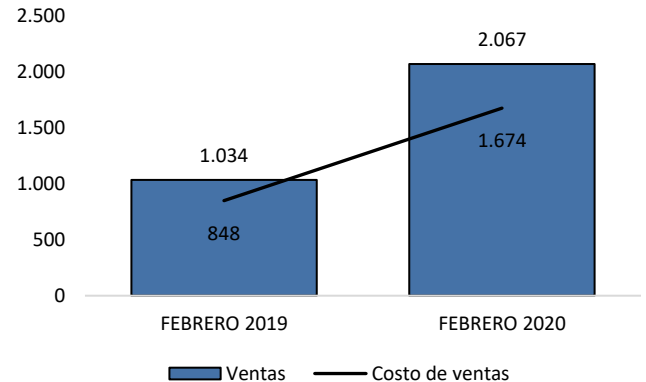


Gráfico 36: Evolución ventas y costo de ventas (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos febrero 2019 y 2020; Elaboración: Global Ratings

Para febrero de 2020 los ingresos de COHERVI S.A. se duplicaron con respecto a su interanual alcanzando los USD 2,07 millones (USD 1,03 millones a febrero de 2019). Las variaciones de los ingresos de la compañía dependen de la estacionalidad inherente al giro de negocio que a febrero de 2020 tuvieron un aumento en cuanto al volumen de ventas debido al comportamiento del consumidor que para el 2020 consumió más.

La tendencia mencionada anteriormente continuó para el presente año, en que las ventas de productos que no gravan I.V.A. tuvieron una mayor participación sobre el total vendido. Las ventas de la compañía presentaron un incremento para enero y febrero del 2020 con respecto a sus interanuales.

INGRESOS	FEB-19	FEB-20
Enero	530.113	989.420
Febrero	504.299	1.077.214
<b>Total</b>	<b>1.034.412</b>	<b>2.066.634</b>

Tabla 16: Detalle ventas por meses (USD)

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: Global Ratings

Por su parte, y por lo mencionado anteriormente la tendencia de la participación del costo a la baja para el cierre de 2019 continuo para febrero de 2020 la cual alcanzo un porcentaje del 81,00% (82,00% a febrero de 2019) por los descuentos realizados por los proveedores de mercancía por el pronto pago de la compañía.

Debido al segmento de negocio en el que se encuentra COHERVI S.A., comercialización de productos de consumo masivo, venta al

## Resultados

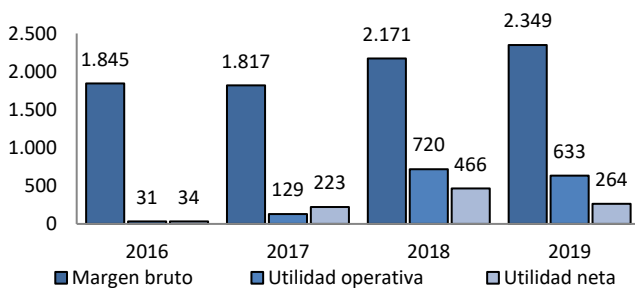


Gráfico 37: Evolución utilidad (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2016 – 2018 e internos 2019;

Elaboración: Global Ratings

El margen bruto de la compañía continuó la tendencia de las ventas, presentando un estancamiento en 2017, ante la baja de los ingresos, pero con una optimización de costos, y una recuperación significativa del 19,48% para el cierre de 2018. A diciembre de 2019 el margen bruto presentó un incremento con respecto a 2018 por USD 178 mil, pasando de USD 2,17 millones a USD 2,35 millones, a pesar de la baja en los ingresos, pero con una reducción de la participación del costo de ventas. El margen bruto para el 2019 presentó la mayor participación sobre las ventas alcanzando el 25,89% (2016: 21,12%; 2017: 25,73% y 2018: 21,43%).

Los gastos operativos, comprendidos por gastos de administración y de ventas, presentaron una continua optimización hasta el cierre del año 2018, disminuyendo tanto monetariamente como en su participación sobre las ventas. Los gastos operativos pasaron de representar el 20,77% de las ventas en 2016 (USD 1,81 millones), a representar el 23,89% de las ventas en 2017 (USD 1,69 millones) y el 14,32% de las ventas en 2018 (USD 1,45 millones). Esto representó una disminución de 25,63% con respecto a 2017 equivalente a USD 236 mil, a pesar de mayores ingresos reportados en el 2018, lo cual resalta una mejora en la eficiencia operativa. A partir del año 2018 la compañía realizó la venta de su flota de camiones por lo cual su nómina de empleados en logística se redujo, pasando a alquilar el transporte reduciendo tanto costos en nómina como en combustible, repuestos y mantenimiento.

por mayor y menor de diversos productos para el consumidor, la demanda ha aumentado en un 20%, a pesar de la crisis sanitaria que atraviesa el país. Este escenario le ha permitido a la compañía aumentar sus ventas a nivel de autoservicios y entregas a domicilio de manera importante. Adicionalmente, al nivel de clientes mayoristas se ha mantenido estable, no siendo así la venta a tiendas pequeñas, las cuales se han visto afectadas debido a restricción de horarios impuesto por el Gobierno que obliga a cerrar a medio día, sumado a que una gran mayoría optó por suspender permanentemente la atención al público, no alcanzando así a despachar los productos.

Dados los resultados mencionados, la utilidad operativa a 2018 tuvo un incremento exponencial con respecto al 2017, alcanzando los USD 720 mil (USD 129 mil en 2017) y una participación sobre las ventas del 7,10% (1,82% en 2017).

Para diciembre de 2019 tanto los gastos administrativos como de ventas tuvieron un incremento con respecto al 2018. Los gastos operativos totales alcanzaron el valor de USD 1,72 millones, mientras que para el cierre de 2018 USD 1,45 millones lo que supuso un incremento del 18,62%. La utilidad operativa para diciembre de 2019 fue de USD 633 mil presentando una disminución con respecto al 2018 del 12,01%.

Por su parte, los gastos financieros a diciembre de 2018, ante la Primera Emisión de Obligaciones aprobada en julio de 2018, presentaron un incremento por USD 174 mil, a pesar de la reducción de obligaciones con bancos. A diciembre de 2019 continuaron su incremento por la aprobación y colocación de valores de la Segunda Emisión de Obligaciones en análisis el 05 de diciembre de 2019, por USD 199 mil. Dado los resultados antes mencionados, la utilidad neta para el cierre de 2019 fue de USD 264 mil, USD 202 mil menor a la reportada en el 2018.

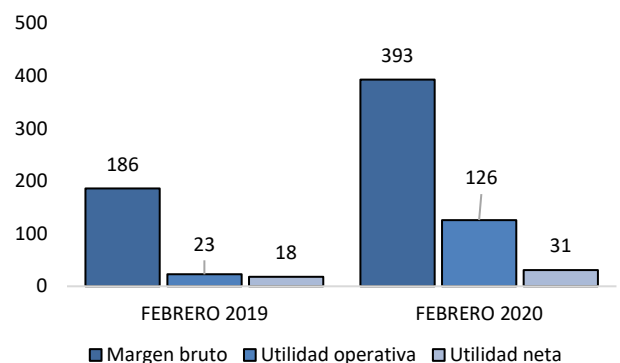


Gráfico 38: Evolución de la utilidad (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos febrero 2019 y 2020; Elaboración: Global Ratings

El margen bruto en la comparación interanual presentó un incremento del 110,93%, equivalente a USD 207 mil, pasando de USD 186 mil a USD 393 mil para febrero 2020. Adicionalmente, el

dado la disminución en la participación del costo de ventas de la compañía repercutió en el aumento del porcentaje de participación del margen bruto sobre las ventas, que pasó de 18,00% en febrero de 2019 a 19,00% en febrero de 2020.

Los gastos operativos para febrero de 2020 presentaron un aumento en comparación con su interanual, sin embargo, su participación sobre las ventas disminuyó de 15,81% en febrero de 2019 a 12,91% en febrero de 2020. El incremento de los gastos operativos se dio por la contratación de nuevo personal para la atención a clientes. A pesar del incremento mencionado, la utilidad operativa frente a febrero 2019 alcanzó los USD 126 mil a febrero de 2020 lo que supuso un aumento por USD 103 mil.

Por su parte, los gastos financieros a febrero de 2020 incrementaron un 59,18% con respecto a su interanual, de USD 58 mil en 2019 a USD 92 mil en el presente año fundamentado en la colocación de los valores correspondientes a la Segunda Emisión de Obligaciones en análisis.

La utilidad neta, por su parte, tuvo un incremento a febrero de 2020 con respecto a su interanual de USD 13 mil, pasando de USD 18 mil en febrero de 2019 a USD 31 mil en febrero del presente año.

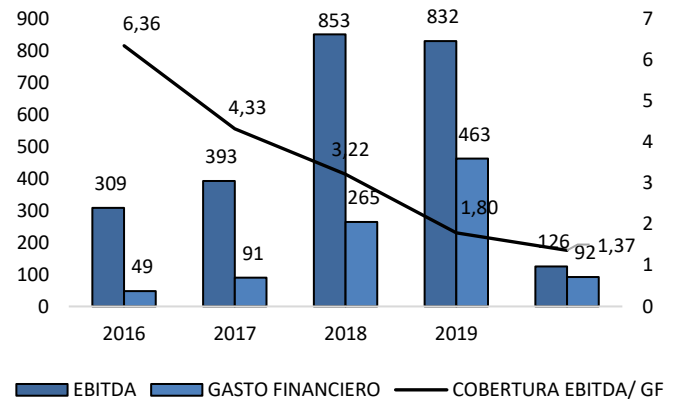


Gráfico 39: Cobertura EBITDA (miles USD)

Fuente: Estados Financieros auditados 2016 – 2018 e internos 2019;

Elaboración: Global Ratings

La cobertura del EBITDA sobre gastos financieros presentó una tendencia decreciente en el periodo de análisis, siempre por encima del 1, ligada con el incremento continuo del gasto financiero por los instrumentos que mantiene en el Mercado de Valores la compañía. Para el cierre del año 2019 esta se ubicó en 1,80 veces, mientras que a febrero de 2020 fue de 1,37 veces.

## ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

### Activos

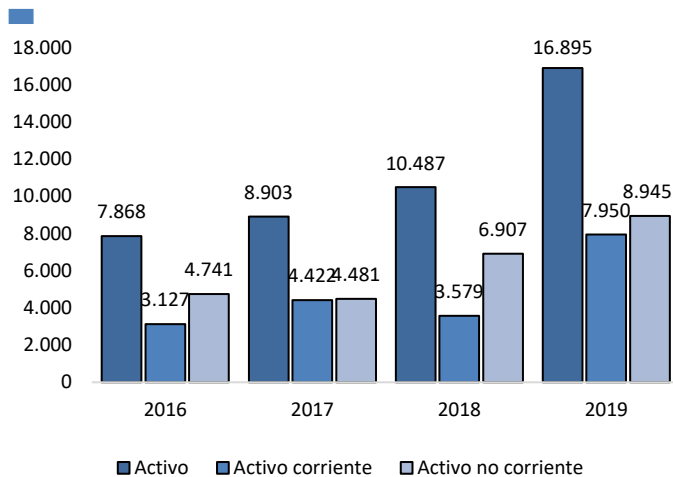


Gráfico 40: Evolución del activo (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2016 – 2018 e internos 2019;

Elaboración: Global Ratings

Los activos de la compañía en el periodo 2016 – 2019 presentaron una tendencia al alza, pasando de un total de USD 7,87 millones en 2016, USD 8,90 millones en 2017 (+13,15%), USD 10,49 millones en 2018 (+17,79%) y USD 16,90 millones en 2019 (+61,11%). Históricamente, los activos tuvieron una mayor participación de los activos no corrientes, al ser su principal rubro la propiedad, planta y equipo debido al propio giro de negocio de COHERVI S.A., que al ser una cadena de supermercados y tiendas, mantiene propiedades y edificaciones propias. Por su parte, los

activos corrientes mantuvieron una participación promedio de 42,65% (47,06% a diciembre de 2019). Para diciembre de 2019 los activos totales presentaron un incremento por USD 6,41 millones con respecto a 2018 fundamentado tanto en el alza de los activos corrientes como no corrientes. Para febrero de 2020 los activos totales se mantuvieron similares a los del cierre de 2019 con variaciones marginales tanto de activos corrientes como no corrientes.

Las principales variaciones en el activo corriente se dieron tanto en el incremento del efectivo y equivalentes a efectivo, cuentas por cobrar comerciales e inventarios. El rubro de efectivo mantuvo un incremento constante pasando de USD 29 mil en 2016 a USD 1,89 millones en 2019, siendo este último con respecto al 2018 por USD 1,69 millones. El mayor incremento se da en bancos por efectivo depositado en instituciones financieras locales. A febrero de 2020 el efectivo y equivalente de efectivo regresaron a valores históricos alcanzando los USD 176 mil, lo que representó una reducción con respecto al cierre de 2019 de USD 1,71 millones coherente con el incremento de los inventarios para este periodo por USD 701 mil.

Las cuentas por cobrar comerciales, dado el fuerte incremento en los ingresos de la compañía para el 2018, presentaron un aumento de USD 1,96 millones con respecto a 2017, pasando de USD 369 mil a USD 2,33 millones en el corto plazo. Para el cierre

de 2019 las cuentas por cobrar comerciales disminuyeron USD 640 mil coherente con la disminución en las ventas. Sin embargo, COHERVI S.A. desde agosto de 2018 implemento una estrategia de ventas con crédito diferido hasta 24 meses para recuperar al cliente mayorista, agrupando la mayoría de su cartera en el largo plazo. Para febrero de 2020 las cuentas por cobrar comerciales del corto plazo mantienen montos similares.

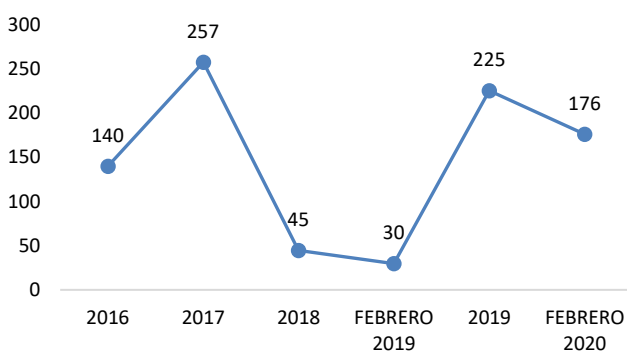
La antigüedad de la cartera, sin tomar en cuenta la cartera de largo plazo, presentó que las cuentas por cobrar por vencer a febrero de 2020 agruparon el 74% del total (45% en 2019). Adicionalmente, la compañía mantiene una provisión de incobrables que cubre en su totalidad la cartera vencida mayor a 91 días.

ANTIGÜEDAD CARTERA	2019	PARTICIPACIÓN	FEB-20	PARTICIPACIÓN
Por vencer	712.642	45%	1.263.266	74%
Vencido				
1 a 30 días	660.556	41%	245.778	14%
31 a 60 días	240.729	15%	-	0%
61 a 90 días	55.728	3%	201.155	12%
91 a 120 días	17.695	1%	73.429	4%
(-) Provisión incobrables	-87.464	-5%	-87.464	-5%
<b>Total</b>	<b>1.599.886</b>	<b>100%</b>	<b>1.696.164</b>	<b>100%</b>

**Tabla 17:** Antigüedad de la cartera (USD)

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: Global Ratings

Los inventarios de la compañía presentaron un fuerte incremento por USD 3,21 millones al cierre de 2019 con respecto al 2018, producto de la compra de mayor volumen de mercancía para la demanda de su cadena de supermercados. A febrero de 2020 la compañía incrementó sus inventarios en USD 701 mil con respecto al 2019. Desde el año 2018 gracias al cambio de estrategia de la compañía de maximizar las ventas a través de clientes mayoristas, repercute directamente con el incremento de los inventarios los cuales ante una mayor demanda presenta una relación directa incrementándose. Adicionalmente, la compañía ha aperturado dos puntos de venta adicional dado el crecimiento de su demanda en los últimos años.



**Tabla 18:** Días de inventario

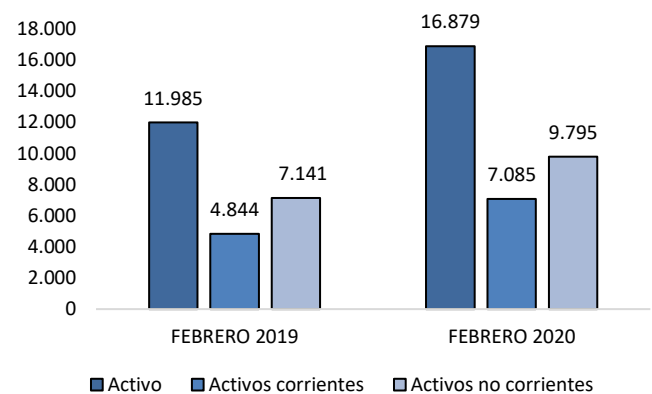
Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: Global Ratings

Dentro del análisis de los días de inventario se observa una fuerte disminución para el cierre de 2018 de 212 días, pasando de 257 días en 2017 a 45 días en 2018, fruto de las ventas reportadas por la compañía y la propia baja de inventarios, evidenciando una alta rotación de los productos. Un factor decisivo para dicha disminución fueron las grandes ofertas de COHERVI S.A. para el último trimestre de 2018 reduciendo considerablemente sus

productos en stock. Para diciembre de 2019 los días de inventario incrementaron con respecto al 2018 a los 225 días (7,5 meses) ante el fuerte aumento de mercadería por parte de la compañía para este periodo. A febrero de 2020 los días de inventario disminuyeron con respecto al del cierre de 2019 alcanzando los 176 días (5,9 meses).

En cuanto a los activos no corrientes, cuyos únicos rubros son la propiedad, planta y equipo y las cuentas por cobrar comerciales a largo plazo, a diciembre de 2018 presentaron un incremento por USD 2,43 millones, ante la presencia de cuentas por cobrar a largo plazo de USD 2,56 millones, rubro que para años anteriores no presentaba saldos. La presencia de este rubro se debió a ventas realizadas por la compañía a empresas mayoristas cuyo volumen de ventas fue superior, motivo por el cual el crédito otorgado fue hasta los 24 meses.

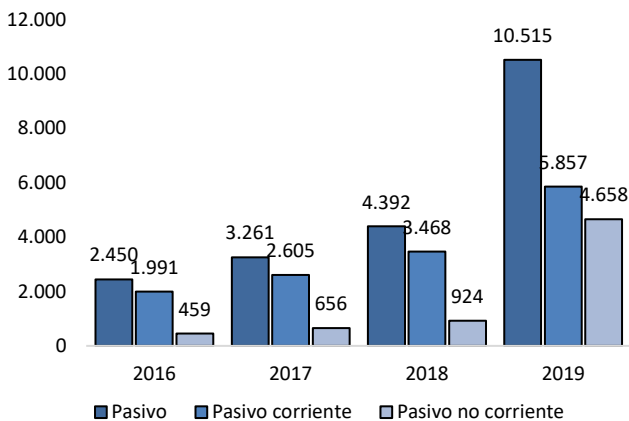
Para el cierre de 2019 los activos no corrientes presentaron un incremento con respecto al 2018 por USD 2,04 millones ante cuentas por cobrar de largo plazo superiores en USD 1,94 millones, escenario que continua para febrero de 2020 donde las cuentas por cobrar comerciales de largo plazo alcanzaron los USD 5,35 millones. La modificación de la estrategia de la compañía antes mencionada le ha permitido ganar participación en el mercado mayorista en donde su enfoque de las ventas empezó a sufrir un cambio a partir de la ampliación del crédito otorgado. Con esto la empresa espera recuperar a clientes mayoristas a través de ventas por un mayor volumen, que en la mayoría de los casos eran atendidos directamente por los proveedores de la compañía, sin embargo, encontrando la oportunidad de beneficiarse dada la relación que ha mantenido con sus clientes. La cartera de largo plazo se encuentra dentro de las políticas de ventas y cobros internas.



**Gráfico 41:** Evolución del activo (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos febrero 2019 y 2020; Elaboración: Global Ratings

## Pasivos



**Gráfico 42:** Evolución del pasivo (miles USD)

**Fuente:** Estados Financieros Auditados 2016 – 2018 e internos 2019;

**Elaboración:** Global Ratings

Los pasivos presentaron una tendencia a la par del desarrollo y crecimiento de la compañía, que requirió un mayor financiamiento. Los pasivos pasaron de USD 2,45 millones en 2016 a USD 3,26 millones en 2017, USD 4,39 millones para el cierre de 2018 y USD 10,52 millones para 2019. El incremento con respecto a 2018 fue de USD 6,12 millones, debido tanto al aumento de los pasivos corrientes como no corrientes. El apalancamiento de la compañía históricamente fue en el corto plazo promediando entre 2016 a 2018 el 80,03%. Sin embargo, al cierre de 2019 el pasivo corriente presentó una concentración del 55,70% sobre los pasivos totales (78,95% en 2018), ante el fuerte incremento de los pasivos de largo plazo por el rubro de emisión de obligaciones. Para febrero de 2020 se presentaron valores similares sin variaciones importantes.

Los pasivos corrientes, compuestos principalmente por emisión de obligaciones, para el cierre de 2019 incrementaron en un 68,88%, equivalente a USD 2,39 millones con respecto al 2018. Las principales variaciones para su aumento fueron el rubro de emisión de obligaciones, en función de la aprobación y colocación de los valores correspondientes a la Segunda Emisión de Obligaciones y la porción corriente de la Primera Emisión de Obligaciones aprobadas en diciembre 2019 y julio de 2018 respectivamente, además de otras cuentas por pagar donde se encuentra la compra de un bien de la empresa en Guayaquil.

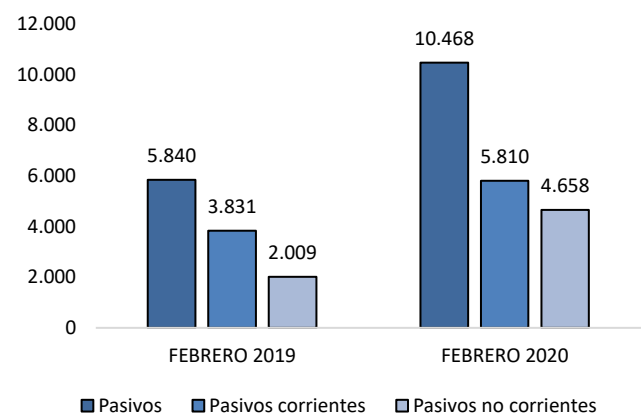
El saldo por pagar en el corto plazo de emisión de obligaciones al 2019 fue de USD 1,98 millones, mientras que para el año 2018 por USD 1,11 millones. Ambas emisiones de obligaciones se colocaron en su totalidad y fueron por montos de USD 4 millones. Para febrero de 2020 se mantuvieron los mismo saldo por pagar.

Las cuentas por pagar comerciales para diciembre de 2019 incrementaron con respecto al 2018 en USD 869 mil coherente con el aumento de inventario realizado por la compañía para este periodo. Al cierre de febrero de 2020 las cuentas por pagar

comerciales se mantuvieron similares alcanzando los USD 1,70 millones (USD 1,35 millones en diciembre de 2019).

Por el lado de los pasivos de largo plazo, en 2018 el incremento con respecto al 2017 fue del 40,92% o USD 268 mil, debido a la Primera Emisión de Obligaciones ya mencionada anteriormente, que presentó un monto de USD 667 mil en su porción de largo plazo. Para diciembre de 2019 el incremento con respecto al 2018 fue de USD 3,73 millones alcanzando los USD 4,66 millones. Este aumento se dio principalmente por el rubro de emisión de obligaciones ante la aprobación y colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones en análisis.

Las obligaciones financieras mantenidas durante el año 2018 presentaron una disminución con respecto al 2017, presentando la mayor variación en su porción de largo plazo, la cual disminuyó en USD 241 mil. Los créditos otorgados a la compañía por Banco Bolivariano C.A. y Banco de Machala S.A. con vencimientos a noviembre del 2021 y septiembre de 2020, respectivamente, disminuyeron al cierre de 2018 dada la propia amortización del capital. Para diciembre de 2019 estas incrementaron en USD 257 mil ante la adquisición de un nuevo préstamo con las entidades financieras antes mencionadas.



**Gráfico 43:** Evolución del pasivo (miles USD)

**Fuente:** Estados Financieros internos febrero 2019 y 2020; **Elaboración:** Global Ratings



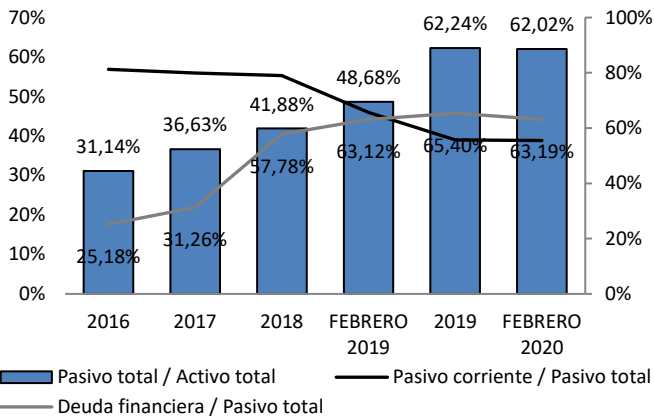


Gráfico 44: Evolución de la solvencia

Fuente: Estados Financieros Auditados 2016 – 2018 e internos a febrero, diciembre 2019 y febrero 2020; Elaboración: Global Ratings

Al cierre de diciembre de 2019, la deuda con costo financiero alcanzó el 65,40% de los pasivos totales (63,19% a febrero de 2020) como consecuencia de la colocación de valores de la Segunda Emisión de Obligaciones, de tal manera que los pasivos pasaron a financiar el 49,89% de los activos de la compañía, apalancándose en mayor medida con proveedores e instituciones financieras.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. con la información antes señalada ha verificado que el Emisor ha cancelado oportunamente los compromisos pendientes propios de su giro de negocio, según lo establecido en el Literal a, 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.

## Patrimonio

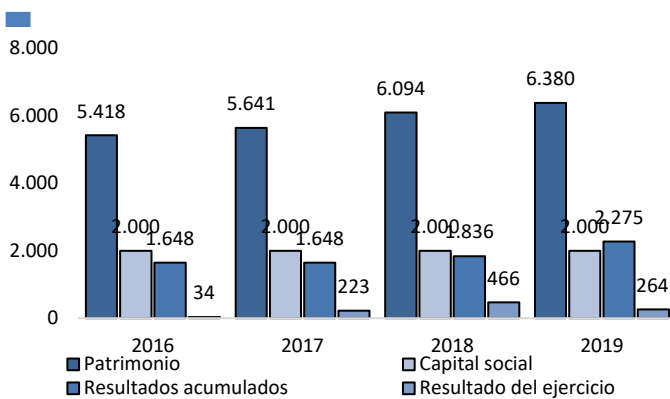


Gráfico 45: Evolución del patrimonio (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2016 – 2018 e internos 2019; Elaboración: Global Ratings

El patrimonio de la compañía en el periodo de análisis presentó una tendencia creciente, pasando de USD 5,42 millones en 2016 a USD 6,38 millones en 2019. A diciembre de 2018 el incremento con respecto al 2017 fue de USD 453 mil, donde las principales variaciones se dieron tanto en resultados acumulados como del ejercicio, que incrementaron en USD 188 mil y USD 243 mil, respectivamente, mientras que para el cierre de 2019 continúa dicha tendencia con un incremento dentro de los resultados acumulados en USD 439 mil.

El principal rubro del patrimonio de la compañía históricamente ha sido el capital social, con una participación promedio del 34,13%, el cual no ha presentado variaciones en el periodo de análisis, estableciéndose en un monto de USD 2,00 millones. Adicionalmente, la compañía mantiene un monto por USD 1,62 millones de adopción NIIF por primera vez. Por su parte, los resultados acumulados mantuvieron una tendencia creciente en los últimos años. COHERVI S.A. dentro de su política de dividendos decidió en no repartir dividendos durante la vigencia de los instrumentos que mantiene en el mercado de valores.

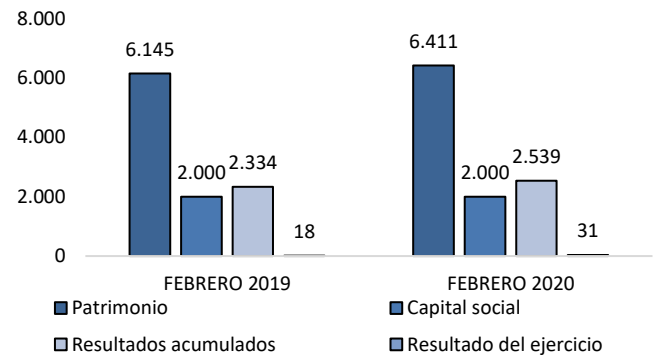


Gráfico 46: Evolución del patrimonio (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos febrero 2019 y 2020; Elaboración: Global Ratings

Para febrero de 2020 el patrimonio de la compañía presentó valores similares con respecto a su interanual alcanzando los USD 6,41 millones (USD 6,18 millones febrero 2019). La principal variación se dio en los resultados acumulados, los cuales incrementaron en USD 205 mil y, a su vez, pasaron a ser el principal rubro del patrimonio con una participación del 39,61%. El capital social se mantuvo en USD 2,00 millones.

## PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

El análisis de la combinación de activos corrientes y pasivos corrientes demuestra que el capital de trabajo fue siempre positivo en el periodo analizado, alcanzado los USD 2,09 millones al cierre del periodo fiscal 2019 y un índice de liquidez de 1,36.

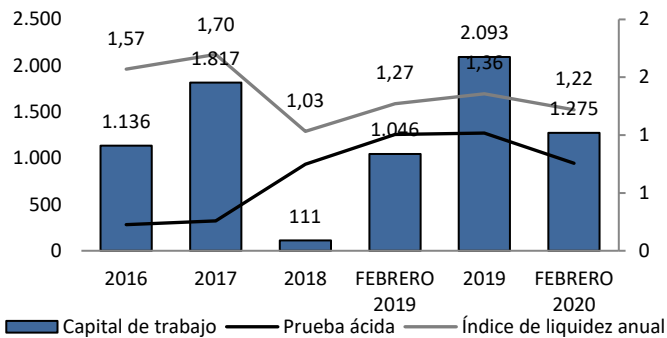


Gráfico 47: Capital de trabajo e índice de liquidez

Fuente: Estados Financieros Auditados 2016 – 2018 e internos a febrero, diciembre 2019 y febrero 2020; Elaboración: Global Ratings

Para febrero de 2020 existió una reducción, presentando un capital de trabajo de USD 1,28 millones y un índice de liquidez de 1,22, evidenciando la liquidez suficiente para cubrir las obligaciones financieras y no financieras de corto plazo.

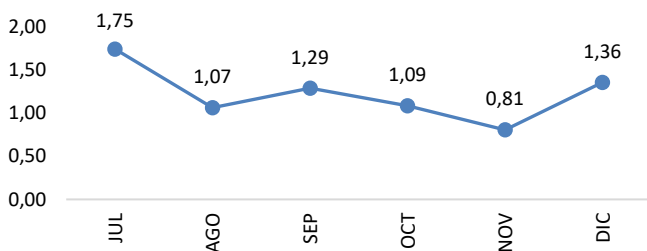


Gráfico 48: Índice de liquidez semestral

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: Global Ratings

El índice de liquidez semestral entre julio y diciembre de 2019 promedió 1,23, alcanzando en julio su punto más alto (1,75).

## El Instrumento

En Milagro, dentro de la provincia del Guayas, el día 03 de octubre de 2019 se celebró la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de COHERVI S.A., en donde se resolvió y aprobó la Segunda Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 4.000.000,00.

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó la Segunda Emisión de Obligaciones mediante la Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2019-00038516 con fecha 05 de Diciembre de

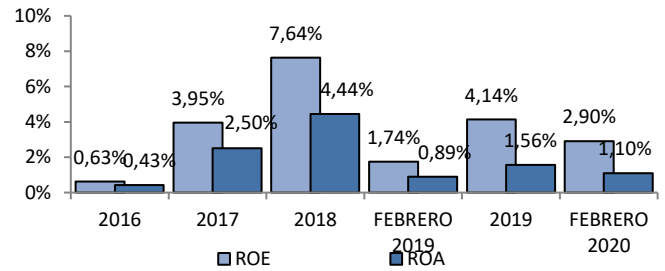


Gráfico 49: ROE – ROA

Fuente: Estados Financieros Auditados 2016 – 2018 e internos a febrero, diciembre 2019 y febrero 2020; Elaboración: Global Ratings

La rentabilidad sobre los activos y patrimonio presentó un crecimiento entre los años 2017 y 2018 como consecuencia del aumento en un 108,86% en la utilidad neta para el año 2018. Para diciembre de 2019 estos indicadores se redujeron como consecuencia de la baja de la utilidad neta en un 43,31%, sin embargo, manteniendo buenos indicadores. Al cierre de febrero 2020 estos indicadores mantuvieron porcentajes positivos, alcanzado un ROE del 2,90% y un ROA del 1,10% producto de resultados netos positivos.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 3, 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. Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada administración financiera, optimizando sus costos y generando flujos adecuados que, junto a financiamiento externo, permiten un óptimo desarrollo de la empresa considerando que existió un manejo responsable en su endeudamiento.

2019. Los valores de la Segunda Emisión de Obligaciones COHERVI S.A. se encuentran inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores bajo el No. 2019.G.02.002790.

El día 16 de diciembre de 2019 Metrovalores Casa de Valores S.A. empezó con la colocación de valores correspondiente a la Segunda Emisión de Obligaciones, colocando hasta el 24 de diciembre de 2019 el 100% del monto aprobado.

COHERVI S.A.							
Monto de la emisión	USD 4.000.000,00						
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América						
Características	<b>CLASES</b>	<b>MONTO</b>	<b>PLAZO</b>	<b>TASA FIJA ANUAL</b>	<b>PAGO DE CAPITAL</b>	<b>PAGO DE INTERESES</b>	
	4	-	360 días	7,50%	Semestral	Semestral	
	5	USD 1.100.000	720 días	8,00%	Semestral	Semestral	
	6	USD 2.600.000	1.080 días	8,25%	Semestral	Semestral	
	7	-	1.440 días	8,50%	Trimestral	Trimestral	
	8	USD 300.000	1.800 días	9,00%	Trimestral	Trimestral	
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados						
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.						
Garantía específica	No						
Destino de los recursos	Los recursos a captar serán para pagar pasivos con costo liberando cargas financieras y para capital de trabajo, específicamente compra de inventarios y pagos a proveedores; esta oxigenación de recursos le permitiría también implementar nuevas estrategias de políticas de crédito con el fin de incentivar a sus clientes en especial a los mayoristas.						
Valor nominal	USD 1,00						
Base de cálculos de intereses	30/360						
Sistema de colocación	Bursátil						
Rescates anticipados	Mediante sorteos o cualquier otro mecanismo que garantice un tratamiento equitativo para todos los tenedores de las obligaciones.						
Underwriting	Si existe contrato de underwriting.						
Estructurador financiero y agente colocador	Metrovalores Casa de Valores S.A.						
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador.						
Representantes de obligacionistas	Valoraciones Técnicas VALORATEC S.A.						
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores</li> <li>Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en 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.</li> <li>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> </ul>						
	Límite de endeudamiento	Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias, la compañía COHERVI S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el OCHENTA POR CIENTO (80%) de los Activos de la empresa, todo esto en defensa de los intereses de los Obligacionistas.					

**Tabla 19:** Características del instrumento  
**Fuente:** COHERVI S.A., **Elaboración:** Global Ratings

Al 29 de febrero de 2020 el saldo total por pagar fue de USD 4.000.000,00 distribuidos por las clases que colocaron siendo las siguientes:

- Clase 5: USD 1.100.000,00
- Clase 6: USD 2.600.000,00
- Clase 8: USD 300.000,00

PERIODOS	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
20/3/2020	1.100.000			-	1.100.000
20/6/2020	1.100.000		44.000	44.000	1.100.000
20/9/2020	1.100.000			-	1.100.000
20/12/2020	1.100.000	275.000	44.000	319.000	825.000
20/3/2021	825.000			-	825.000
20/6/2021	825.000	385.000	33.000	418.000	440.000
20/9/2021	440.000			-	440.000
20/12/2021	440.000	440.000	17.600	457.600	-

**Tabla 20:** Amortización Clase 5 (USD)

**Fuente:** Metrovalores Casa de Valores S.A. **Elaborado:** Global Ratings

PERIODOS	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
16/3/2020	2.600.000	-	-	-	2.600.000
16/6/2020	2.600.000	-	107.250	107.250	2.600.000
16/9/2020	2.600.000	-	-	-	2.600.000
16/12/2020	2.600.000	520.000	107.250	627.250	2.080.000
16/3/2021	2.080.000	-	-	-	2.080.000
16/6/2021	2.080.000	520.000	85.800	605.800	1.560.000
16/9/2021	1.560.000	-	-	-	1.560.000
16/12/2021	1.560.000	520.000	64.350	584.350	1.040.000
16/3/2022	1.040.000	-	-	-	1.040.000
16/6/2022	1.040.000	520.000	42.900	562.900	520.000
16/9/2022	520.000	-	-	-	520.000
16/12/2022	520.000	520.000	21.450	541.450	-

**Tabla 21:** Amortización Clase 6 (USD)

**Fuente:** Metrovalores Casa de Valores S.A. **Elaborado:** Global Ratings

PERIODOS	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
24/3/2020	300.000	-	6.188	6.188	300.000
24/6/2020	300.000	-	6.188	6.188	300.000
24/9/2020	300.000	-	6.188	6.188	300.000
24/12/2020	300.000	-	6.188	6.188	300.000
24/3/2021	300.000	15.000	6.188	21.188	285.000
24/6/2021	285.000	15.000	5.878	20.878	270.000

PERIODOS	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
24/9/2021	270.000	15.000	5.569	20.569	255.000
24/12/2021	255.000	15.000	5.259	20.259	240.000
24/3/2022	240.000	18.000	4.950	22.950	222.000
24/6/2022	222.000	18.000	4.579	22.579	204.000
24/9/2022	204.000	18.000	4.208	22.208	186.000
24/12/2022	186.000	18.000	3.836	21.836	168.000
24/3/2023	168.000	19.500	3.465	22.965	148.500
24/6/2023	148.500	19.500	3.063	22.563	129.000
24/9/2023	129.000	19.500	2.661	22.161	109.500
24/12/2023	109.500	19.500	2.258	21.758	90.000
24/3/2024	90.000	22.500	1.856	24.356	67.500
24/6/2024	67.500	22.500	1.392	23.892	45.000
24/9/2024	45.000	22.500	928	23.428	22.500
24/12/2024	22.500	22.500	464	22.964	-

Tabla 22: Amortización Clase 8 (USD)

Fuente: Metrovalores Casa de Valores S.A. Elaborado: Global Ratings

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. con la información entregada por el emisor ha verificado que el emisor ha venido cancelando oportunamente los pagos correspondientes a capital e intereses del instrumento, según la tabla de amortización precedente. Del total del monto autorizado de la emisión, se colocó el 100%. Con lo expuesto anteriormente se da cumplimiento a los Numerales a y b, 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.

## 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 29 de febrero de 2020. La compañía posee un total de activos de USD 16,88 millones, de los cuales USD 6,53 millones son activos depurados.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos depurados de la empresa, con información financiera cortada al 29 de febrero de 2020, dando cumplimiento a lo que estipula el 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, que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con Garantía General no podrán exceder el 80,00% del total de activos libres de todo gravamen, esto es: "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; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas en los que el emisor haya actuado como originador; 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 la negociación 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; 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".

ACTIVOS DEPURADOS	
<b>Activo Total (USD)</b>	16.879.343,40
(-) Activos o impuestos diferidos	
(-) Activos gravados.	4.444.104,46
Activos corrientes	-
Activos no corrientes	4.444.104,46
Propiedad, planta y equipo	4.444.104,46
(-) Activos en litigio	-
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.	-
(-) Saldo de las emisiones en circulación	5.900.780,04
(-) Saldo en circulación de titularizaciones de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas.	
(-) 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.	
(-) Saldo de valores de renta fija emitidos y negociados en REVNI.	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.	
Total activos depurados	6.534.458,90
80 % Activos depurados	5.227.567,12
Pasivo Total	4.567.115,77 1,43

Tabla 23: Activos depurados (USD)

Fuente: COHERVI S.A.; Elaborado: Global Ratings

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 29 de febrero de 2020, presentó un monto de activos depurados de USD 6,53 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 5,23 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 29 de febrero de 2020, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos depurados ofrece una cobertura de 1,43 veces sobre las demás obligaciones del Emisor. Dando cumplimiento al 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.

Según lo establecido en el 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. "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 COHERVI S.A., así como de los valores que mantiene en circulación representa el 46,02% del 200% del patrimonio 29 de febrero de 2020 y el 92,04% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	
Patrimonio	6.411.447,60
200% patrimonio	12.822.895,20
Saldo Titularización de Flujos en circulación	-
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación	5.900.780,04
Nueva Emisión de Obligaciones	-
Total emisiones	5.900.780,04
Total emisiones/200% patrimonio	46,02%

**Tabla 24:** 200% patrimonio

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: Global Ratings

## GARANTÍAS Y RESGUARDOS

Mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas deberán mantener resguardos a la emisión, según lo señala el 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, por lo que la Junta General de Accionistas resolvió:

GARANTÍAS Y RESGUARDOS	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.	Mantiene semestralmente un indicador promedio de liquidez de 1,23, a partir de la autorización de la oferta pública.	CUMPLE
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte febrero de 2020, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/ pasivos de 1,60.	CUMPLE
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora	No hay obligaciones en mora.	CUMPLE
Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en 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.	Al 29 de febrero de 2020, presentó un monto de activos depurados de USD 6,53 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 5,23 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.	CUMPLE

**Tabla 25:** Cumplimiento garantías y resguardos

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: Global Ratings

LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias, la compañía COHERVI S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el OCHENTA POR CIENTO (80%) de los Activos de la empresa, todo esto en defensa de los intereses de los Obligacionistas.	Al 29 de febrero de 2020 la relación de pasivos afecto al pago de intereses sobre los activos fue del 39,19%.	CUMPLE

**Tabla 26:** Cumplimiento resguardos adicionales

Fuente: Metrovalores Casa de Valores S.A.; Elaboración: Global Ratings

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el 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.

## PROYECCIONES

En base a las proyecciones realizadas del estado de resultados integrales para el cierre de 2019, se presentan los siguientes porcentajes de avance de cumplimiento, evidenciando que, a pesar de no alcanzar los ingresos proyectados por razones propias del sector, se mantuvo buenos resultados gracias al buen manejo de costos y gastos operativos por parte de la compañía.

DETALLE	PROYECCIÓN 2019	REAL 2019	AVANCE CUMPLIMIENTO
Ventas	11.725	9.074	77,39%
Costo de ventas	9.204	6.725	73,06%
Margen bruto	2.521	2.349	93,18%
(-) Gastos de operación	(1.679)	(1.716)	102,19%
Utilidad operativa	842	633	75,23%
(-) Gastos financieros	(463)	(463)	100,07%
Ingresos/gastos no operacionales	438	244	55,66%
Utilidad antes de participación	817	414	50,67%
Participación trabajadores	(123)	(62)	50,67%
Utilidad antes de impuestos	695	352	50,67%
Gasto por impuesto a la renta	(174)	(88)	50,67%
Utilidad neta	521	264	50,67%

**Tabla 27:** Avance de cumplimiento de proyecciones  
Fuente: SANTOSCOMI S.A.; Elaboración: Global Ratings

El estructurador financiero consideró un crecimiento de ventas de aproximadamente 20% para el año 2019, y un crecimiento cercano al 10% lineal en cada año a partir del 2020, así como un ahorro de los costos de ventas motivado por los precios obtenidos por descuentos de pronto pago. Asimismo, el estructurador considera una participación de 14,32% de los gastos operativos, una refinanciación de los préstamos bancarios por el tiempo de la emisión, y una Tercera Emisión de Obligaciones por USD 2,2 millones para el segundo semestre de 2021.

Global Ratings Calificadora de Riesgos, en base a las cifras históricas que presentó la compañía durante el periodo analizado, prevé un crecimiento en las ventas de aproximadamente 10% para el año 2020 hasta el vencimiento de la presente Emisión. Se

## Definición de Categoría

### SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES COHERVI S.A.

#### CATEGORÍA 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 ante 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

estima una participación promedio del costo de ventas de 78,5% sobre el total de ventas, cifra que a partir de 2023 disminuirá a 78%, en base a la mejora en las negociaciones con proveedores estimadas. Se estima una participación de los gastos operativos similar a la del estructurador financiero, considerando una mejora en la eficiencia operativa dadas las economías de escala inherentes al tipo de negocio para los dos últimos años. Adicionalmente, se estima la colocación de dos nuevas Emisiones de Obligaciones en el futuro, por USD 2,2 millones en el año 2021 y por USD 1,30 millones en el año 2022.

Con las premisas mencionadas se realizó la proyección del estado de resultados integrales de forma anual, obteniendo una utilidad neta de USD 508 mil al cierre del año 2020 y de USD 1,22 millones al cierre del periodo fiscal del 2024.

Adicionalmente, se realizó la proyección del flujo de caja trimestral, obteniendo como resultado un flujo positivo al segundo trimestre del año 2020 por el valor de USD 59,95 mil, y al cierre del periodo fiscal de 2024 una liquidez de USD 61,67 mil.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. da así cumplimiento al análisis, estudio y expresa criterio sobre lo establecido en los Literales b y d, 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, señalando que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que adquiere con la presente emisión.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN		
FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
Calificación inicial	AA (+)	Global Ratings

**Tabla 28:** Historial de calificación

Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

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 de los respectivos contratos.

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

Atentamente,



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

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	COHERVI S.A.														
	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (miles USD)														
	2016		2017				2018					2019			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Análisis en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Análisis en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Análisis en monto	
<b>ACTIVO</b>	<b>7.868,20</b>	100,00%	<b>8.902,61</b>	100,00%	13,15%	1.034,41	<b>10.486,80</b>	100,00%	17,79%	1.584,19	<b>16.895,21</b>	100,00%	61,11%	6.408,41	
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>3.126,81</b>	39,74%	<b>4.421,95</b>	49,67%	41,42%	1.295,13	<b>3.579,42</b>	34,13%	-19,05%	(842,52)	<b>7.950,23</b>	47,06%	122,11%	4.370,81	
Efectivo y equivalentes de efectivo	29,40	0,37%	53,59	0,60%	82,25%	24,19	194,45	1,85%	262,84%	140,86	1,885,90	11,16%	869,86%	1.691,45	
Cuentas por cobrar comerciales	303,08	3,85%	368,95	4,14%	21,73%	65,87	2.327,18	22,19%	530,75%	1.958,22	1.687,35	9,99%	-27,49%	(639,83)	
(-) Provisión para cuentas incobrables	-87,46	-1,11%	-87,46	-0,98%	0,00%	-	-87,46	-0,83%	0,00%	-	-87,46	-0,52%	0,00%	-	
Cuentas por cobrar empleados	2,97	0,04%	87,65	0,98%	2850,90%	84,68	88,96	0,85%	1,50%	1,31	79,61	0,47%	-10,51%	(9,35)	
Otras cuentas por cobrar	74,546	0,95%	26,16	0,29%	-64,91%	(48,39)	25,95	0,25%	-0,80%	(0,21)	87,42	0,52%	236,89%	61,47	
Inventarios	2.677,38	34,03%	3.748,24	42,10%	40,00%	1.070,86	988,03	9,42%	-73,64%	(2.760,21)	4.202,03	24,87%	325,30%	3.214,00	
Activos por impuestos corrientes	92,71	1,18%	189,46	2,13%	104,35%	96,74	28,98	0,28%	-84,70%	(160,48)	78,38	0,46%	170,46%	49,40	
Otros activos corrientes	34,19	0,43%	35,36	0,40%	3,44%	1,18	13,34	0,13%	-62,26%	(22,02)	17,01	0,10%	27,43%	3,66	
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>4.741,39</b>	60,26%	<b>4.480,66</b>	50,33%	-5,50%	(260,73)	<b>6.907,37</b>	65,87%	54,16%	2.426,71	<b>8.944,97</b>	52,94%	29,50%	2.037,60	
Propiedad, planta y equipo	4.741,39	60,26%	4.480,66	50,33%	-5,50%	(260,73)	4.346,59	41,45%	-2,99%	(134,07)	4.443,27	26,30%	2,22%	96,68	
Cuentas por cobrar comerciales	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	-	2.560,78	24,42%	100,00%	2.560,78	4.501,70	26,64%	75,79%	1.940,92	
<b>PASIVO</b>	<b>2.449,87</b>	100,00%	<b>3.261,30</b>	100,00%	33,12%	811,42	<b>4.392,39</b>	100,00%	34,68%	1.131,09	<b>10.514,78</b>	100,00%	139,39%	6.122,39	
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>1.990,83</b>	81,26%	<b>2.605,30</b>	79,89%	30,87%	614,47	<b>3.467,95</b>	78,95%	33,11%	862,65	<b>5.856,83</b>	55,70%	68,88%	2.388,87	
Obligaciones financieras	495,65	20,23%	639,62	19,61%	29,05%	143,98	621,78	14,16%	-2,79%	(17,84)	579,63	5,51%	-6,78%	(42,15)	
Emisión de obligaciones	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	-	1.110,15	25,27%	100,00%	1.110,15	1.979,01	18,82%	78,27%	868,86	
Cuentas por pagar comerciales	1.196,20	48,83%	1.555,39	47,69%	30,03%	359,19	1.161,75	26,45%	-25,31%	(393,65)	1.345,89	12,80%	15,85%	184,14	
Otras cuentas por pagar	128,70	5,25%	71,38	2,19%	-44,54%	(57,33)	323,72	7,37%	353,52%	252,34	1.673,89	15,92%	417,08%	1.350,17	
Anticipo de clientes	1,03	0,04%	14,73	0,45%	1331,38%	13,70	10,64	0,24%	-27,80%	(4,10)	73,05	0,69%	586,77%	62,41	
Pasivo por impuesto corrientes	72,45	2,96%	145,31	4,46%	100,57%	72,86	23,32	0,53%	-83,96%	(122,00)	48,93	0,47%	109,85%	25,61	
Provisiones sociales	96,80	3,95%	178,86	5,48%	84,78%	82,06	216,61	4,93%	21,10%	37,75	156,44	1,49%	-27,78%	(60,17)	
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>459,04</b>	18,74%	<b>655,99</b>	20,11%	42,91%	196,95	<b>924,44</b>	21,05%	40,92%	268,44	<b>4.657,95</b>	44,30%	403,87%	3.733,52	
Obligaciones financieras	121,26	4,95%	379,94	11,65%	213,32%	258,68	138,89	3,16%	-63,44%	(241,05)	396,03	3,77%	185,14%	257,14	
Emisión de obligaciones	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	-	667,18	15,19%	100,00%	667,18	3.921,77	37,30%	487,81%	3.254,59	
Cuentas por pagar l/p	238,83	9,75%	154,75	4,75%	-35,20%	(84,08)	118,37	2,69%	-23,51%	(36,38)	340,15	3,23%	187,36%	221,78	
Provisiones sociales	98,94	4,04%	121,30	3,72%	22,60%	22,36	0,00	0,00%	-100,00%	(121,30)	0,00	0,00%	100,00%	-	
<b>PATRIMONIO</b>	<b>5.418,33</b>	100,00%	<b>5.641,31</b>	100,00%	4,12%	222,98	<b>6.094,41</b>	100,00%	8,03%	453,10	<b>6.380,43</b>	100,00%	4,69%	286,02	
Capital social	2.000,00	36,91%	2.000,00	35,45%	0,00%	-	2.000,00	32,82%	0,00%	-	2.000,00	31,35%	0,00%	-	
Reserva legal	25,46	0,47%	25,46	0,45%	0,00%	0,00	51,16	0,84%	100,90%	25,69	99,73	1,56%	94,95%	48,57	
Reserva facultativa	93,37	1,72%	127,42	2,26%	36,48%	34,06	124,02	2,03%	-2,67%	(3,41)	124,02	1,94%	0,00%	-	
Adopción NIF primera vez	1.617,41	29,85%	1.617,41	28,67%	0,00%	-	1.617,40	26,54%	0,00%	(0,01)	1.617,41	25,35%	0,00%	0,01	
Resultados acumulados	1.648,02	30,42%	1.648,03	29,21%	0,00%	0,01	1.836,10	30,13%	11,41%	188,07	2.275,27	35,66%	23,92%	439,17	
Resultado del ejercicio	34,07	0,63%	222,98	3,95%	554,55%	188,92	465,73	7,64%	108,86%	242,75	264,00	4,14%	-43,31%	(201,73)	
<b>PASIVO MAS PATRIMONIO</b>	<b>7.868,20</b>	100,00%	<b>8.902,61</b>	100,00%	13,15%	1.034,41	<b>10.486,80</b>	100,00%	17,79%	1.584,19	<b>16.895,21</b>	100,00%	61,11%	6.408,41	

Fuente: Estados Financieros Auditados 2016, 2017 y 2018 del Emisor e Intereses 2019.

Elaboración: Global Ratings



GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	COHERVI S.A. ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (miles USD)					
	FEBRERO 2019		FEBRERO 2020			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
<b>ACTIVO</b>	<b>11.985,13</b>	<b>100,00%</b>	<b>16.879,34</b>	<b>100,00%</b>	<b>40,84%</b>	<b>4.894,21</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>4.843,78</b>	<b>40,41%</b>	<b>7.084,68</b>	<b>41,97%</b>	<b>46,26%</b>	<b>2.240,90</b>
Efectivo y equivalentes de efectivo	386,63	3,23%	175,75	1,04%	-54,54%	-210,89
Cuentas por cobrar comerciales	3.330,86	27,79%	1.783,63	10,57%	-46,45%	-1.547,24
(-) Provisión cuentas incobrables	-87,46	-0,73%	-87,46	-0,52%	0,00%	0,00
Otras cuentas por cobrar	116,02	0,97%	162,69	0,96%	40,22%	46,66
Inventarios	978,06	8,16%	4.903,39	29,05%	401,34%	3.925,34
Activos por impuestos corrientes	89,85	0,75%	130,61	0,77%	45,37%	40,77
Otros activos corrientes	29,83	0,25%	16,08	0,10%	-46,08%	-13,74
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>7.141,35</b>	<b>59,59%</b>	<b>9.794,66</b>	<b>58,03%</b>	<b>37,15%</b>	<b>2.653,31</b>
Propiedad, planta y equipo	4.524,31	37,75%	4.444,10	26,33%	-1,77%	-80,21
Cuentas por cobrar comerciales	2.617,04	21,84%	5.350,56	31,70%	104,45%	2.733,52
<b>PASIVO</b>	<b>5.840,32</b>	<b>100,00%</b>	<b>10.467,90</b>	<b>100,00%</b>	<b>79,23%</b>	<b>4.627,58</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>3.831,22</b>	<b>65,60%</b>	<b>5.809,94</b>	<b>55,50%</b>	<b>51,65%</b>	<b>1.978,72</b>
Obligaciones financieras	422,38	7,23%	317,43	3,03%	-24,85%	-104,95
Emisión de obligaciones	1.384,01	23,70%	1.979,01	18,91%	42,99%	595,00
Cuentas por pagar comerciales	1.873,52	32,08%	1.696,72	16,21%	-9,44%	-176,80
Otras cuentas por pagar	30,87	0,53%	1.420,91	13,57%	4502,26%	1.390,04
Anticipo clientes	4,39	0,08%	240,95	2,30%	5386,29%	236,55
Impuestos por pagar	22,50	0,39%	39,13	0,37%	73,87%	16,62
Provisiones sociales	93,54	1,60%	115,79	1,11%	23,79%	22,25
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>2.009,10</b>	<b>34,40%</b>	<b>4.657,95</b>	<b>44,50%</b>	<b>131,84%</b>	<b>2.648,85</b>
Obligaciones financieras	393,95	6,75%	396,03	3,78%	0,53%	2,08
Emisión de obligaciones	1.497,69	25,64%	3.921,77	37,46%	161,86%	2.424,08
Cuentas por pagar relacionadas	107,87	1,85%	330,55	3,16%	206,45%	222,68
Otros pasivos	9,60	0,16%	9,60	0,09%	0,00%	0,00
<b>PATRIMONIO</b>	<b>6.144,80</b>	<b>100,00%</b>	<b>6.411,45</b>	<b>100,00%</b>	<b>4,34%</b>	<b>266,65</b>
Capital social	2.000,00	32,55%	2.000,00	31,19%	0,00%	0,00
Reserva legal	51,16	0,83%	99,73	1,56%	94,95%	48,57
Reserva facultativa	124,02	2,02%	124,02	1,93%	0,00%	0,00
Adopción NIIF primera vez	1.617,41	26,32%	1.617,41	25,23%	0,00%	0,00
Resultados acumulados	2.334,36	37,99%	2.539,27	39,61%	8,78%	204,91
Resultado del ejercicio	17,86	0,29%	31,02	0,48%	73,67%	13,16
<b>PASIVO MAS PATRIMONIO</b>	<b>11.985,12</b>	<b>100,00%</b>	<b>16.879,34</b>	<b>100,00%</b>	<b>40,84%</b>	<b>4.894,22</b>

Fuente: Estados Financieros no Auditados febrero 2019 y febrero 2020 entregados por el Emisor.  
Elaboración: Global Ratings

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	COHERVI S.A. ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)																
	2016		2017				2018				2019						
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Análisis vertical %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Análisis vertical %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Análisis vertical %	Variación en monto
Ventas	8.735,25	100,00%	7.061,71	100,00%	-19,16%	(1.673,54)	10.133,93	100,00%	43,51%	3.072,22	9.074,04	100,00%	-10,46%	(1.059,89)			
Costo de ventas	6.890,02	78,88%	5.244,44	74,27%	-23,88%	(1.645,58)	7.962,70	78,57%	51,83%	2.718,27	6.724,98	74,11%	-15,54%	(1.237,72)			
<b>Margen bruto</b>	<b>1.845,23</b>	<b>21,12%</b>	<b>1.817,28</b>	<b>25,73%</b>	-1,52%	(27,96)	<b>2.171,23</b>	<b>21,43%</b>	<b>19,48%</b>	<b>353,95</b>	<b>2.349,06</b>	<b>25,89%</b>	<b>8,19%</b>	<b>177,83</b>			
(-) Gastos de administración	(547,93)	-6,27%	(439,47)	-6,22%	-19,79%	108,45	(393,82)	-3,89%	-10,39%	45,66	(418,86)	-4,62%	6,36%	(25,04)			
(-) Gastos de ventas	(1.266,45)	-14,50%	(1.247,81)	-17,67%	-1,47%	18,64	(1.057,64)	-10,44%	-15,24%	190,16	(1.296,87)	-14,29%	22,62%	(239,22)			
(-) Otros gastos	-	0,00%	(1,13)	-0,02%	0,00%	(1,13)	-	0,00%	-100,00%	1,13	-	0,00%	0,00%	-			
<b>Utilidad operativa</b>	<b>30,85</b>	<b>0,35%</b>	<b>128,86</b>	<b>1,82%</b>	<b>317,69%</b>	<b>98,01</b>	<b>719,77</b>	<b>7,10%</b>	<b>458,56%</b>	<b>590,91</b>	<b>633,34</b>	<b>6,98%</b>	<b>-12,01%</b>	<b>(86,43)</b>			
(-) Gastos financieros	(48,62)	-0,56%	(90,73)	-1,28%	86,62%	(42,11)	(264,57)	-2,61%	191,61%	(173,84)	(463,18)	-5,10%	75,07%	(198,61)			
Ingresos (gastos) no operacionales	95,38	1,09%	319,82	4,53%	235,32%	224,44	286,66	2,83%	-10,37%	(33,16)	243,96	2,69%	-14,90%	(42,70)			
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>77,61</b>	<b>0,89%</b>	<b>357,95</b>	<b>5,07%</b>	<b>361,21%</b>	<b>280,34</b>	<b>741,86</b>	<b>7,32%</b>	<b>107,25%</b>	<b>383,90</b>	<b>414,11</b>	<b>4,56%</b>	<b>-44,18%</b>	<b>(327,74)</b>			
Participación trabajadores	(11,64)	-0,13%	(53,69)	-0,76%	361,21%	(42,05)	(114,26)	-1,13%	112,80%	(60,56)	(62,12)	-0,68%	-45,63%	52,14			
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>65,97</b>	<b>0,76%</b>	<b>304,26</b>	<b>4,31%</b>	<b>361,21%</b>	<b>238,29</b>	<b>627,60</b>	<b>6,19%</b>	<b>106,27%</b>	<b>323,34</b>	<b>352,00</b>	<b>3,88%</b>	<b>-43,91%</b>	<b>(275,60)</b>			
Gasto por impuesto a la renta	(31,90)	-0,37%	(81,28)	-1,15%	154,76%	(49,37)	(161,87)	-1,60%	99,16%	(80,59)	(88,00)	-0,97%	-45,64%	73,87			
<b>Utilidad neta</b>	<b>34,07</b>	<b>0,39%</b>	<b>222,98</b>	<b>3,16%</b>	<b>554,55%</b>	<b>188,92</b>	<b>465,73</b>	<b>4,60%</b>	<b>108,86%</b>	<b>242,75</b>	<b>264,00</b>	<b>2,91%</b>	<b>-43,31%</b>	<b>(201,73)</b>			
Otros resultados integrales	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	-	-	0,00%	0,00%	-	-	0,00%	0,00%	-			
<b>Resultado integral del año, neto de impuesto a la renta</b>	<b>34,07</b>	<b>0,39%</b>	<b>222,98</b>	<b>3,16%</b>	<b>554,55%</b>	<b>188,92</b>	<b>465,73</b>	<b>4,60%</b>	<b>108,86%</b>	<b>242,75</b>	<b>264,00</b>	<b>2,91%</b>	<b>-43,31%</b>	<b>(201,73)</b>			
Depreciación	278,16	3,18%	264,12	3,74%	-5,05%	(14,04)	132,84	1,31%	-49,70%	(131,27)	198,72	2,19%	49,59%	65,87			
<b>EBITDA anualizado</b>	<b>309,01</b>	<b>3,54%</b>	<b>392,98</b>	<b>5,56%</b>	<b>27,17%</b>	<b>83,97</b>	<b>852,61</b>	<b>8,41%</b>	<b>116,96%</b>	<b>459,63</b>	<b>832,05</b>	<b>9,17%</b>	<b>-2,41%</b>	<b>(20,56)</b>			

Fuente: Estados Financieros Auditados 2016, 2017 y 2018 del Emisor e internos 2019.  
Elaboración: Global Ratings

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	COHERVI S.A. ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)					
	FEBRERO 2019		FEBRERO 2020			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
Ventas	1.034,41	100,00%	2.066,63	100,00%	99,79%	1.032,22
Costo de ventas	848,25	82,00%	1.673,97	81,00%	97,34%	825,72
<b>Margen bruto</b>	<b>186,16</b>	<b>18,00%</b>	<b>392,66</b>	<b>19,00%</b>	<b>110,93%</b>	<b>206,50</b>
(-) Gastos de operación	(163,54)	-15,81%	(266,80)	-12,91%	63,14%	(103,26)
<b>Utilidad operativa</b>	<b>22,62</b>	<b>2,19%</b>	<b>125,86</b>	<b>6,09%</b>	<b>456,41%</b>	<b>103,24</b>
(-) Gastos financieros	(57,79)	-5,59%	(91,99)	-4,45%	59,18%	(34,20)
Ingresos (gastos) no operacionales	63,19	6,11%	14,79	0,72%	-76,60%	(48,40)
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>28,02</b>	<b>2,71%</b>	<b>48,66</b>	<b>2,35%</b>	<b>73,67%</b>	<b>20,64</b>
Participación trabajadores	(4,20)	-0,41%	(7,30)	-0,35%	73,67%	(3,10)
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>23,82</b>	<b>2,30%</b>	<b>41,36</b>	<b>2,00%</b>	<b>73,67%</b>	<b>17,55</b>
Gasto por impuesto a la renta	(5,95)	-0,58%	(10,34)	-0,50%	73,67%	(4,39)
<b>Utilidad neta</b>	<b>17,86</b>	<b>1,73%</b>	<b>31,02</b>	<b>1,50%</b>	<b>73,67%</b>	<b>13,16</b>
Depreciación y amortización	22,14	2,14%	-	0,00%	-100,00%	(22,14)
<b>EBITDA</b>	<b>44,76</b>	<b>4,33%</b>	<b>125,86</b>	<b>6,09%</b>	<b>181,18%</b>	<b>81,10</b>

Fuente: Estados Financieros no Auditados febrero 2019 y febrero 2020 entregados por el Emisor.  
Elaboración: Global Ratings

<b>COHERVI S.A.</b>						
<b>ÍNDICES</b>						
(miles USD)						
Cierre	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>FEBRERO 2019</b>	<b>2019</b>	<b>FEBRERO 2020</b>
Meses	12	12	12	2	12	2
<b>MÁRGENES</b>						
Costo de Ventas / Ventas	78,88%	74,27%	78,57%	82,00%	74,11%	81,00%
Margen Bruto/Ventas	21,12%	25,73%	21,43%	18,00%	25,89%	19,00%
Util. antes de part. e imp./ Ventas	0,89%	5,07%	7,32%	2,71%	4,56%	2,35%
Utilidad Operativa / Ventas	0,35%	1,82%	7,10%	2,19%	6,98%	6,09%
Utilidad Neta / Ventas	0,39%	3,16%	4,60%	1,73%	2,91%	1,50%
<b>FINANCIAMIENTO OPERATIVO</b>						
EBITDA / Ventas	3,54%	5,56%	8,41%	4,33%	9,17%	6,09%
EBITDA / Gastos financieros	635,61%	433,13%	322,26%	77,46%	179,64%	136,83%
EBITDA / Deuda financiera CP	62,35%	61,44%	49,23%	14,87%	32,52%	32,88%
EBITDA / Deuda financiera LP	254,83%	103,43%	105,77%	14,20%	19,27%	17,49%
<b>SOLVENCIA</b>						
Activo total/Pasivo total	321,17%	272,98%	238,75%	205,21%	160,68%	161,25%
Pasivo total / Activo total	31,14%	36,63%	41,88%	48,73%	62,24%	62,02%
Pasivo corriente / Pasivo total	81,26%	79,89%	78,95%	65,60%	55,70%	55,50%
Deuda financiera / Pasivo total	25,18%	31,26%	57,78%	63,32%	65,40%	63,19%
Apalancamiento financiero	0,11	0,18	0,42	0,60	1,08	1,03
Apalancamiento operativo	59,81	14,10	3,02	8,23	3,71	3,12
Apalancamiento total	0,45	0,58	0,72	0,95	1,65	1,63
<b>RENTABILIDAD/ ENDEUDAMIENTO</b>						
ROA	0,43%	2,50%	4,44%	0,89%	1,56%	1,10%
ROE	0,6%	4,0%	7,6%	1,7%	4,1%	2,90%
Índice de endeudamiento	0,31	0,37	0,42	0,49	0,62	0,62
<b>EFICIENCIA</b>						
Días de inventario	140	257	45	69	225	176
Rotación de la cartera	29,80	17,86	4,30	1,85	5,14	6,67
<b>LIQUIDEZ</b>						
Capital de trabajo	1.136	1.817	111	1.013	2.093	1.275
Días de cartera	12	20	84	195	70	54
Días de pago	69	112	67	142	162	124
Prueba ácida	0,23	0,26	0,75	1,01	0,64	0,38
Índice de liquidez anual	1,57	1,70	1,03	1,26	1,36	1,22

Fuente: Estados Financieros Auditados 2016, 2017 y 2018 del Emisor. Estados Financieros no Auditados febrero, diciembre 2019 y febrero 2020 entregados por el Emisor.  
Elaboración: Global Ratings

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	COHERVI S.A.					
	ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES PROYECTADO					
	(USD)					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos	11.725.113	12.897.624	14.187.387	15.606.125	17.166.738	18.883.412
Costo de Venta	9.204.214	10.124.635	11.137.099	12.250.808	13.390.056	14.729.061
<b>Utilidad Bruta en Ventas</b>	<b>2.520.899</b>	<b>2.772.989</b>	<b>3.050.288</b>	<b>3.355.317</b>	<b>3.776.682</b>	<b>4.154.351</b>
Egresos:						
Gastos de Administración	455.303	500.834	550.917	606.009	666.610	733.270
Gastos de Ventas	1.223.711	1.346.082	1.480.690	1.628.759	1.716.674	1.793.924
Gastos Financieros	462.861	494.559	294.185	328.531	322.894	208.094
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>379.024</b>	<b>431.514</b>	<b>724.496</b>	<b>792.018</b>	<b>1.070.505</b>	<b>1.419.062</b>
Otros Ingresos No Operacionales	438.296	364.740	401.214	441.335	485.469	490.395
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>817.320</b>	<b>796.254</b>	<b>1.085.709</b>	<b>1.233.353</b>	<b>1.555.974</b>	<b>1.909.457</b>
Participación Trabajadores (15%)	122.598	119.438	162.856	185.003	233.396	286.419
Impuesto a la Renta (25%)	173.681	169.204	230.713	262.087	330.644	405.760
<b>Utilidad neta</b>	<b>521.042</b>	<b>507.612</b>	<b>692.140</b>	<b>786.262</b>	<b>991.933</b>	<b>1.217.279</b>

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	COHERVI S.A.								
	FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO								
	(USD)								
	2019	2020				2021			
	TRIM IV	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV
<b>Actividades de Operación</b>									
Cobros a Clientes Corriente a 90 días		2.235.348	2.254.417	2.049.951	2.458.883	2.254.946	2.479.858	2.254.946	2.704.771
Cuentas por Cobrar (91 a 120 días)		36.367	43.621	40.003	43.993	40.003	47.983	44.004	48.393
Cuentas por Cobrar (hasta 180 días)		37.032	33.673	40.390	37.040	40.735	37.040	44.429	40.744
Cuentas por Cobrar (hasta 270 días)	11.725.113	13.601	14.958	13.601	16.314	14.961	16.454	14.961	17.946
Cuentas por Cobrar (hasta 360 días)		14.100	13.601	14.958	13.601	16.314	14.961	16.454	14.961
Cuentas por Cobrar (hasta 450 días)		331.209	397.280	383.214	421.436	383.214	459.659	421.535	463.580
Cuentas por Cobrar (hasta 540 días)		364.245	331.209	397.280	383.214	421.436	383.214	459.659	421.535
Pagos a Proveedores (Bienes y Servicios)	(9.204.214)	(2.354.990)	(2.589.882)	(2.354.990)	(2.824.773)	(2.590.489)	(2.848.870)	(2.590.489)	(3.107.250)
Pagos Operativos (Empleados)	(1.679.014)	(429.593)	(472.441)	(429.593)	(515.290)	(472.552)	(519.685)	(472.552)	(566.818)
Otras Entradas (Salidas) de Efectivo	438.296	84.838	93.300	84.838	101.762	93.322	102.630	93.322	111.939
<b>Total Actividades de Operación</b>	<b>1.280.181</b>	<b>332.158</b>	<b>119.737</b>	<b>239.653</b>	<b>136.182</b>	<b>201.891</b>	<b>173.245</b>	<b>286.269</b>	<b>149.801</b>
<b>Actividades de Inversión</b>									
Compra/Adecuaciones Propiedad, Planta y Equipos	(200.000)	(62.500)	(62.500)	(62.500)	(62.500)	(25.000)	(25.000)	(25.000)	(25.000)
<b>Total Actividades de Inversión</b>	<b>(200.000)</b>	<b>(62.500)</b>	<b>(62.500)</b>	<b>(62.500)</b>	<b>(62.500)</b>	<b>(25.000)</b>	<b>(25.000)</b>	<b>(25.000)</b>	<b>(25.000)</b>
<b>Actividades de Financiamiento</b>									
Ingresos 2da Emisión de Obligaciones	2.000.000			2.000.000					
Ingresos 3era Emisión de Obligaciones						1.000.000			1.200.000
Ingresos 4ta Emisión de Obligaciones									
Pago de Obligaciones Bancarias (K)	(357.056)	(126.261)	(84.316)	(84.316)	(62.163)	(55.097)	(62.163)	(45.553)	(45.553)
Pago de Obligaciones Bancarias (I)	(54.786)	(14.201)	(13.748)	(13.748)	(13.089)	(12.438)	(13.089)	(11.889)	(11.889)
Pago 1era Emisión (K)	(1.856.142)	(287.806)	(293.202)	(298.700)	(304.301)	(174.231)	(177.498)	(180.826)	(184.216)
Pago 1era Emisión (I)	(223.177)	(35.640)	(30.243)	(24.746)	(19.145)	(13.439)	(10.173)	(6.845)	(3.454)
Pago 2da Emisión (K)					(1.160.000)	(92.000)	(532.000)	(92.000)	(572.000)
Pago 2da Emisión (I)		(35.000)	(130.000)	(35.000)	(130.000)	(35.000)	(83.395)	(30.990)	(61.585)
Pago 3era Emisión (K)									
Pago 3era Emisión (I)								(40.000)	
Pago 4ta Emisión (K)									
Pago 4ta Emisión (I)									
<b>Total Actividades de Financiamiento</b>	<b>(491.161)</b>	<b>(498.908)</b>	<b>(551.510)</b>	<b>1.543.490</b>	<b>(1.688.698)</b>	<b>617.795</b>	<b>(878.317)</b>	<b>(408.102)</b>	<b>321.303</b>
Aumento (Disminución) Neta de Efvo. y Equivalentes de Efvo. en el periodo	589.020	(229.250)	(494.273)	1.720.643	(1.615.015)	794.686	(730.072)	(146.833)	446.103
Equivalentes al Efvo. al principio del periodo	194.451	783.470	554.220	59.947	1.780.590	165.575	960.261	230.189	83.356
<b>Equivalentes al Efvo. al final del periodo</b>	<b>783.470</b>	<b>554.220</b>	<b>59.947</b>	<b>1.780.590</b>	<b>165.575</b>	<b>960.261</b>	<b>230.189</b>	<b>83.356</b>	<b>529.459</b>

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	COHERVI S.A.											
	FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											
	(USD)											
	2022				2023				2024			
	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV
<b>Actividades de Operación</b>												
Cobros a Clientes Corriente a 90 días	2.480.440	2.727.844	2.480.440	2.975.248	2.728.484	3.000.629	2.728.484	3.272.773	3.001.333	3.300.692	3.001.333	3.600.051
Cuentas por Cobrar (91 a 120 días)	44.004	52.782	48.404	53.232	48.404	58.060	53.245	58.555	53.245	63.866	58.569	64.411
Cuentas por Cobrar (hasta 180 días)	44.808	40.744	48.872	44.819	49.289	44.819	53.759	49.301	54.218	49.301	59.135	54.231
Cuentas por Cobrar (hasta 270 días)	16.457	18.099	16.457	19.740	18.103	19.909	18.103	21.714	19.913	21.900	19.913	23.886
Cuentas por Cobrar (hasta 360 días)	17.946	16.457	18.099	16.457	19.740	18.103	19.909	18.103	21.714	19.913	21.900	19.913
Cuentas por Cobrar (hasta 450 días)	421.535	505.625	463.689	509.938	463.689	556.187	510.058	560.932	510.058	611.806	561.063	617.025
Cuentas por Cobrar (hasta 540 días)	463.580	421.535	505.625	463.689	509.938	463.689	556.187	510.058	560.932	510.058	611.806	561.063
Pagos a Proveedores (Bienes y Servicios)	(2.849.538)	(3.133.757)	(2.849.538)	(3.417.976)	(3.114.527)	(3.425.176)	(3.114.527)	(3.735.825)	(3.425.980)	(3.767.694)	(3.425.980)	(4.109.408)
Pagos Operativos (Empleados)	(519.807)	(571.654)	(519.807)	(623.500)	(554.352)	(609.644)	(554.352)	(664.936)	(587.825)	(646.456)	(587.825)	(705.087)
Otras Entradas (Salidas) de Efectivo	102.655	112.894	102.655	123.132	112.920	124.183	112.920	135.446	124.212	136.601	124.212	105.369
<b>Total Actividades de Operación</b>	<b>222.080</b>	<b>190.570</b>	<b>314.896</b>	<b>164.781</b>	<b>281.689</b>	<b>250.758</b>	<b>383.786</b>	<b>226.121</b>	<b>331.820</b>	<b>299.986</b>	<b>444.127</b>	<b>231.454</b>
<b>Actividades de Inversión</b>												
Compra/Adecuaciones Propiedad, Planta y Equipos	(25.000)	(25.000)	(25.000)	(25.000)	(62.500)	(62.500)	(62.500)	(62.500)	(25.000)	(25.000)	(25.000)	(25.000)
<b>Total Actividades de Inversión</b>	<b>(25.000)</b>	<b>(25.000)</b>	<b>(25.000)</b>	<b>(25.000)</b>	<b>(62.500)</b>	<b>(62.500)</b>	<b>(62.500)</b>	<b>(62.500)</b>	<b>(25.000)</b>	<b>(25.000)</b>	<b>(25.000)</b>	<b>(25.000)</b>
<b>Actividades de Financiamiento</b>												
Ingresos 2da Emisión de Obligaciones				1.300.000								
Ingresos 3era Emisión de Obligaciones												
Ingresos 4ta Emisión de Obligaciones												
Pago de Obligaciones Bancarias (K)	(37.477)	(37.477)	(14.838)	(14.838)	(14.838)	(14.838)	(14.838)	(14.838)	(14.838)	(14.838)	(14.838)	(14.838)
Pago de Obligaciones Bancarias (I)	(11.145)	(11.145)	(8.836)	(8.836)	(8.836)	(8.836)	(8.836)	(8.836)	(8.836)	(8.836)	(8.836)	(8.836)
Pago 1era Emisión (K)												
Pago 1era Emisión (I)												
Pago 2da Emisión (K)	(116.000)	(276.000)	(116.000)	(276.000)	(132.000)	(132.000)	(132.000)	(132.000)	(60.000)	(60.000)	(60.000)	(60.000)
Pago 2da Emisión (I)	(26.980)	(37.655)	(21.930)	(26.005)	(16.880)	(14.010)	(11.140)	(8.270)	(5.400)	(4.050)	(2.700)	(1.350)
Pago 3era Emisión (K)			(275.000)		(275.000)		(275.000)		(275.000)		(275.000)	
Pago 3era Emisión (I)	(88.000)		(88.000)		(77.000)		(66.000)		(55.000)		(36.000)	
Pago 4ta Emisión (K)					(81.250)	(81.250)	(81.250)	(81.250)	(81.250)	(81.250)	(81.250)	(81.250)
Pago 4ta Emisión (I)					(26.000)	(24.375)	(22.750)	(21.125)	(19.500)	(17.875)	(16.250)	(14.625)
<b>Total Actividades de Financiamiento</b>	<b>(279.602)</b>	<b>(362.277)</b>	<b>(524.604)</b>	<b>974.321</b>	<b>(631.804)</b>	<b>(275.309)</b>	<b>(611.814)</b>	<b>(266.319)</b>	<b>(519.824)</b>	<b>(186.849)</b>	<b>(494.874)</b>	<b>(180.899)</b>
Aumento (Disminución) Neta de Efvo. y Equivalentes de Efvo. en el periodo	(82.522)	(196.707)	(234.708)	1.114.101	(412.615)	(87.051)	(290.528)	(102.699)	(213.005)	88.137	(75.748)	25.555
Equivalentes al Efvo. al principio del periodo	529.459	446.937	250.230	15.522	1.129.623	717.008	629.958	339.430	236.731	23.727	111.864	36.116
<b>Equivalentes al Efvo. al final del periodo</b>	<b>446.937</b>	<b>250.230</b>	<b>15.522</b>	<b>1.129.623</b>	<b>717.008</b>	<b>629.958</b>	<b>339.430</b>	<b>236.731</b>	<b>23.727</b>	<b>111.864</b>	<b>36.116</b>	<b>61.671</b>