

CALIFICACIÓN:

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

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa 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.

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

CONTACTO

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

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para la Tercera Emisión de Obligaciones COHERVI S.A. en comité No.281-2021, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 15 de octubre de 2021; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2018, 2019 y 2020, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha septiembre de 2021. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas con fecha 06 de octubre de 2021, por un monto de hasta USD 3.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- 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. COHERVI S.A. es referente dentro del segmento de supermercados en la ciudad de Milagro, la tercera urbe más grande y poblada de la provincia del Guayas.
- COHERVI S.A. es una empresa con 32 años de experiencia en el segmento de supermercados, que a través del manejo de sus accionistas ha logrado posicionarse como una de las cadenas principales de supermercados en el cantón Milagro. Adicionalmente, ha presentado un crecimiento constante con la apertura de nuevos establecimientos, que le han permitido mejorar su posicionamiento con respecto a sus competidores.
- A pesar de la crisis sanitaria que afectó al país, las ventas de COHERVI S.A. se han incrementado con respecto a lo reportado el 2019, proyectando un crecimiento sostenido para el 2021 que se mantendrá en el futuro a través de la correcta implementación de sus procesos y políticas, así como la apertura de nuevos locales comerciales.
- En una proyección bajo un escenario conservador, la compañía presenta niveles de venta incrementales, resultados positivos con un retorno sobre el patrimonio importante y con niveles de deuda neta que se estima se mantendrán estables en el futuro. La proyección arroja como resultado excelentes indicadores financieros, un apalancamiento cada vez menor y una disponibilidad de fondos suficiente para cubrir obligaciones e incrementar la planta y equipo si la compañía lo estimara necesario. La cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se presenta adecuada.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y adicionalmente, se obliga a mantener como límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los activos de la empresa.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de COHERVI S.A. provienen de 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 compañía presentó altos niveles de ingresos durante el periodo analizado (2018 – 2020) con una tendencia creciente pasando de USD 10,13 millones en 2018 a USD 11,50 millones en 2020, a pesar de la baja en los ingresos al 2019 con respecto al 2018 por las propias condiciones del mercado. El comparativo interanual a mayo de 2021, aun cuando las actividades económicas a nivel nacional se presentan recuperando, la empresa demuestra una disminución de ingresos ante una baja generalizada del consumo. La compañía, debido a la dinámica de precios de los productos que comercializa y a otros factores externos, como el paro nacional de octubre de 2019, presentó un incremento marginal en la participación del costo de ventas en el periodo 2018 – 2020 gracias a las condiciones del mercado y la estrategia de pronto pago por parte de la empresa.

La compañía presentó un incremento paulatino en el monto de activos gracias a su principal rubro las cuentas cobrar comerciales, debido a una replanificación de la estrategia de ventas recuperando al cliente mayorista a través de políticas de crédito favorables, lo que le permitirá ver resultados en el corto y mediano plazo. Sus niveles de rentabilidad se mantuvieron positivos y la deuda neta se mantuvo dentro de niveles controlados tomando en cuenta una mayor necesidad de financiación dado el crecimiento de la compañía. El rendimiento sobre el patrimonio fue satisfactorio y los niveles de apalancamiento que superaron la unidad para el 2020 se mantiene en el periodo de estudio dado el crecimiento de la compañía, sin embargo, se espera que estos vayan disminuyendo gradualmente hacia el final del periodo de vigencia de la presente Emisión.

RESULTADOS E INDICADORES	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	SEPTIEMBRE 2020	SEPTIEMBRE 2021
	REAL			PROYECTADO						INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	10.134	9.074	11.502	12.652	13.284	13.949	14.646	15.378	16.147	9.006	9.419
Utilidad operativa (miles USD)	730	842	1.178	1.227	1.288	1.353	1.420	1.491	1.566	664	1.183
Utilidad neta (miles USD)	486	264	203	220	235	248	498	645	781	146	147
EBITDA (miles USD)	863	915	1.289	1.338	1.400	1.464	1.532	1.603	1.677	707	1.277
Deuda neta (miles USD)	2.321	4.991	8.618	8.894	9.194	9.452	9.538	9.466	9.395	8.060	9.167
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(442)	(106)	(3.188)	(198)	(214)	(172)	0	159	158	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	2.179	3.135	5.326	5.512	5.776	5.998	6.284	6.583	6.926	4.366	5.706
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	710	287	2.694	414	4.595	10.300	7.246	2.904	2.729	2.009	1.283
Razón de cobertura de deuda DSCRC	1,22	3,19	0,48	3,23	0,30	0,14	0,21	0,55	0,61	0,47	1,33
Capital de trabajo (miles USD)	133	1.419	3.273	2.752	(2.061)	(749)	2.708	3.394	837	4.533	7.222
ROE	7,94%	4,14%	3,08%	3,23%	3,32%	3,37%	6,34%	7,57%	8,38%	2,98%	2,91%
Apalancamiento	0,71	1,65	1,93	2,35	2,13	1,84	1,71	1,67	1,58	1,95	1,95

Fuente: COHERVI S.A.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las premisas de la proyección de la situación financiera de COHERVI S.A. para el periodo 2021 - 2026 se basan en los resultados reales de la compañía y en un escenario conservador para el futuro. En este caso, igual que en todas las empresas ecuatorianas (y mundiales) la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas. Sin embargo, el sector en el que COHERVI S.A. se desenvuelve y el buen manejo y prestigio de la empresa en su nicho han contribuido a que la compañía mantenga sus operaciones con relativa normalidad. Por lo tanto, en un escenario conservador, para 2021 se proyecta un incremento de las ventas respecto de 2020 (10%), manteniendo este crecimiento estable (5%) en los años siguientes. Se consideraron estas premisas dada por la recuperación gradual del consumo y por las nuevas inversiones realizadas por la compañía que suponen un mayor número de inmuebles y mercaderías.

En lo que respecta al del costo de ventas, se proyecta una participación sobre ventas de 78% para los años siguientes. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de las deudas con entidades financieras y el Mercado de Valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

En el escenario descrito, la compañía presenta niveles de venta incrementales, muy buenos resultados con un retorno sobre el patrimonio que promedia el 5,37% en la proyección y con niveles de deuda neta que se estima se mantengan estables en el futuro con una disminución gradual. La proyección arroja como resultado excelentes indicadores financieros, un apalancamiento cada vez menor y una disponibilidad de fondos más que suficiente para cubrir sus obligaciones y financiar el desarrollo de nuevos establecimientos o locales comerciales para su actividad principal.

FACTORES ADICIONALES

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 que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir, a lo que se suma la incertidumbre generada del proceso de vacunación y de las nuevas olas potenciales de contagio del virus. En este contexto la compañía ha demostrado fortalezas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración, con estrategias claras y definidas.

FACTORES DE RIESGO

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

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede colapsar todo el funcionamiento del mecanismo. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquiera de las empresas afectaría los flujos de la compañía. El riesgo de una cadena de impago se incrementó fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real producto de la pandemia, fenómeno que ha cedido de manera importante. Por otra parte, la inestabilidad política es otro factor para considerar. La compañía mitiga el riesgo porque en su gran mayoría cadenas de comercialización importantes en el país.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de COHERVI S.A. lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas y de éstas, un porcentaje significativo son compañías del extranjero, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- 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. COHERVI S.A. mantiene una variedad de líneas de negocio y una adecuada diversificación de proveedores, que permiten mitigar este riesgo.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son efectivo y equivalentes a efectivo (USD 1.976.913), documentos y cuentas por cobrar clientes corto plazo (USD 2.248.251), inventarios (USD 4.680.336), activos por impuestos corrientes (USD 161.822), otros activos (USD 812.040) y cuentas por cobrar clientes largo plazo (USD 6.126.196). Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza a excepción de los impuestos 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 Latina Seguros C.A. por un monto de USD 9.427.945 hasta octubre de 2021.
- Al ser el 25,63% 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 Latina Seguros C.A por un monto de USD 8.625.234 hasta octubre 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. La situación actual del entorno económico, fuertemente condicionado por la pandemia es evidentemente un escenario económico adverso que afectará la capacidad de pago de los clientes. Para mitigar este riesgo, la compañía se encuentra gestionando plazos de crédito con algunos proveedores para equiparar los flujos de caja.

- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y, por lo tanto, crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza de la cartera por cobrar, podría generar cartera vencida e incobrable, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. La empresa considera que toda su cartera es recuperable dentro de los plazos pactados y para mitigar el riesgo le da un seguimiento continuo y cercano.

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.

INSTRUMENTO

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	Clase 9		360 días	7,00%	Al vencimiento	Semestral
	Clase 10		720 días	7,50%	Semestral	Semestral
	Clase 11	USD 3.000.000	1.080 días	8,00%	Semestral	Semestral
	Clase 12		1.440 días	8,50%	Semestral	Semestral
	Clase 13		1.800 días	9,00%	Semestral	Semestral
Saldo en circulación	N/A					
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	N/A					
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 ampliar la estrategia de venta a crédito extendido para tiendas pequeñas y nuevos negocios con el fin de incentivar a sus clientes.					
Valor nominal	USD 1,00					
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	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador.					
Representante de obligacionistas	Valoraciones Técnicas VALORATEC S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> 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. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. 					
Límite de endeudamiento	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.					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Tercera Emisión de Obligaciones COHERVI S.A. 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

PERFIL EXTERNO

ENTORNO MACROECONÓMICO

DESEMPEÑO ECONÓMICO: EXPECTATIVAS DE RECUPERACIÓN

La economía mundial presentó una contracción sin precedentes en 2020 como resultado de la emergencia sanitaria y de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. No obstante, la caída al cierre del año fue menor a la esperada debido a las políticas de alivio implementadas por ciertos gobiernos, que limitaron el efecto económico de la pandemia, y a la mejora en el desempeño productivo durante el segundo semestre del año, atada al levantamiento de cuarentenas y a la capacidad de adaptación de las economías a la nueva normalidad¹. La crisis sanitaria generó efectos adversos y desiguales entre las economías avanzadas y en desarrollo, con mayor impacto sobre aquellas dependientes del turismo, exportadoras de commodities y con una capacidad de respuesta limitada por el estrecho margen fiscal. Asimismo, los efectos más adversos se evidenciaron sobre los pobres, los jóvenes desempleados, aquellos con empleos informales, y los sectores con mayor dependencia de las interacciones y el contacto humano.

La economía mundial ganó fuerza durante el primer semestre de 2021, principalmente en las economías avanzadas que gozaron de un importante apoyo fiscal y de un significativo avance en los programas de vacunación que limitaron la propagación del virus. No obstante, ciertas economías emergentes, en donde el acceso a las vacunas es limitado, todavía sufren de fuertes brotes de Covid-19 con cepas más agresivas, lo que limita la reactivación económica. No obstante, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) mejoraron las proyecciones de crecimiento mundial para 2021, debido a las expectativas económicas en las economías avanzadas y la velocidad de los programas de vacunación². La recuperación variará significativamente entre países, según el acceso a intervenciones médicas, la efectividad de políticas implementadas, las condiciones estructurales con las que enfrentaron la crisis, el grado de incremento en la desigualdad de ingresos y en los niveles de pobreza, la velocidad de vacunación, entre otros factores. Existe amplia incertidumbre sobre los pronósticos de crecimiento y su durabilidad, atada a la posible evolución de la pandemia y sus efectos económicos de mediano y largo plazo.

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

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

América Latina y el Caribe fue la región más afectada durante 2020 ya que afrontó la pandemia desde una posición débil³, con un desempeño económico deficiente durante los últimos cinco años. Las medidas para controlar la propagación del virus, la aversión al riesgo entre hogares y empresas y los efectos indirectos de la recesión económica mundial contrajeron fuertemente el PIB de la región. Adicionalmente, las deficiencias en los sistemas de salud y los niveles de informalidad agravaron los brotes de la pandemia. No obstante, la caída en la economía regional fue inferior a la prevista, debido al aumento en las exportaciones tras el repunte de la manufactura mundial. Las perspectivas económicas para 2021 consideran una recuperación leve y de velocidades variadas entre los países de la región, fundamentada en la mejora de las exportaciones, el progreso moderado en la vacunación y el levantamiento de restricciones de movilidad. Sin embargo, la recuperación no será suficiente para alcanzar los niveles previos a la pandemia². Factores como disturbios sociales, propagación de

¹Fondo Monetario Internacional. (2021, abril). *World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries*. Washington D.C.

² Banco Mundial (2021, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

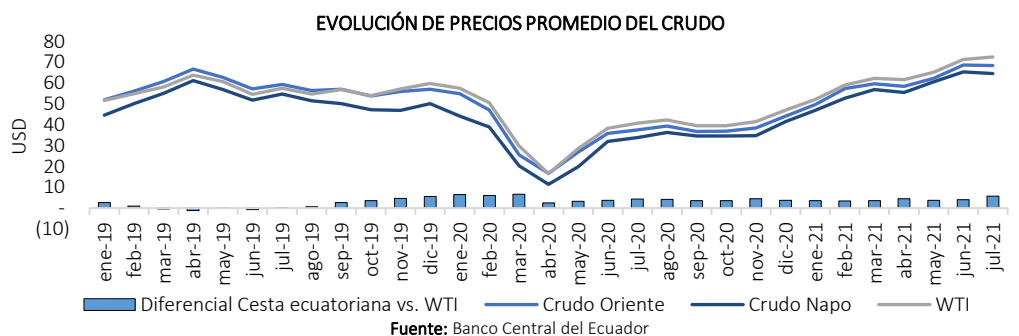
³ Comisión Económica Para América Latina y El Caribe. (2020, marzo). *Informe Especial Covid-19, América Latina y El Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales*.

nuevas cepas del virus y programas de vacunación más lentos a lo esperado podrían deteriorar el crecimiento económico en la región.

La economía ecuatoriana decreció a partir de 2019 por aspectos como la consolidación fiscal, el compromiso de ajuste ante el FMI y los disturbios sociales⁴. Al cierre de 2020 Ecuador decreció en 7,75% **Marcador no definido**, debido a los efectos de la pandemia, que contrajeron los niveles de inversión en 11,91% y redujeron el consumo de los hogares en 6,99%. Además, la crisis fiscal que afronta el país, incluso desde antes de la emergencia sanitaria, limitó la capacidad de respuesta del Gobierno y redujo el gasto público en 6,12%. Durante el primer trimestre de 2021 el PIB nacional cayó en 5,57% frente al mismo periodo de 2020; esta caída es la más baja desde el inicio de la pandemia y responde, en parte, a una reducción de USD 617 millones en las ventas locales durante el mismo periodo. Las previsiones de multilaterales y del Banco Central del Ecuador (BCE) coinciden en que la economía presentará una recuperación en 2021, en función de la mejora en el consumo y la inversión, pero no alcanzará los niveles previos a la crisis sanitaria. Las proyecciones señalan que la economía ecuatoriana será la de menor crecimiento de la región, sin contar Venezuela¹⁻². No obstante, la velocidad del plan de vacunación, que se fijó como objetivo prioritario del nuevo Gobierno, se ha convertido en la base de la reactivación económica y podría impulsar el crecimiento del país por encima de las estimaciones.

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO

El desempeño de la economía ecuatoriana es altamente dependiente del petróleo, por lo cual, cuando sus precios en mercados internacionales y los niveles de producción son adecuados, la economía del país crece, mientras que cuando la industria petrolera se contrae, la economía se estanca. Durante 2021 el precio del crudo ha crecido sostenidamente, atado a la vacunación masiva a nivel mundial, al levantamiento y flexibilización de restricciones y cuarentenas, y a los recortes en la producción de los países miembros de la OPEP+. Algunos analistas proyectan un comportamiento positivo en el precio internacional del petróleo durante el segundo semestre del año, que podría alcanzar niveles cercanos a los USD 100 por barril, impulsado por el fortalecimiento de la demanda mundial⁵. De hecho, en septiembre de 2021 los precios del crudo alcanzaron niveles récord en los últimos tres años (USD 80), debido a una escasez relativa en la oferta para hacer frente a la recuperación agresiva de ciertas economías. Posibles ajustes en las tasas de interés a nivel mundial para controlar los niveles de inflación, y el avance de la variante delta del Covid-19 que amenaza la recuperación de la demanda podrían presionar los precios a la baja⁶. En julio de 2021, el petróleo WTI se cotizó a un promedio de USD 72,58 el barril⁷, con una recuperación de 78,11% respecto a julio de 2020.



En línea con la tendencia internacional, el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano mantuvo un comportamiento creciente durante 2021, alcanzando para el mes de julio un valor de US 66,84, con una caída mensual de 0,68% y una recuperación interanual de 83,24%⁸. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano presentó un comportamiento estable durante 2021 alcanzando un nivel de USD 5,74 en julio de 2021. Durante julio de 2021 se produjeron 15,28 millones de barriles a nivel nacional, con un promedio diario de 493 barriles. El 78,40% fue producción pública y el 21,60% fue producción privada⁹. El Gobierno ecuatoriano planteó el desarrollo de una nueva política hidrocarbúrfica para duplicar los niveles de

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

producción durante el actual período presidencial, para lo cual se expidió un reglamento en julio de 2021. Sin embargo, la viabilidad operativa y financiera de este proyecto ha sido ampliamente cuestionada. Hasta el momento, se reiteró la intención incrementar la producción diaria de petróleo en 8% hasta diciembre de 2021 con el fin de cerrar el déficit fiscal¹⁰.

Las exportaciones petroleras cayeron en 39,5% entre 2019 y 2020, producto del deterioro de los precios y de la caída de la demanda. Además, la ruptura de las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) afectó la producción nacional y obligó al país a postergar exportaciones¹¹. Adicionalmente, existieron retrasos en la perforación de 22 pozos nuevos. Debido a la caída en el valor de las exportaciones, los ingresos petroleros en 2020 alcanzaron el 20% de las proyecciones para 2020¹². Para el primer semestre de 2021 las exportaciones petroleras aumentaron en 83,67% con respecto al primer semestre de 2020. Durante julio de 2021 las exportaciones de petróleo crudo ascendieron a USD 629 millones y el total de derivados de petróleo a USD 90 millones. Esto representa variaciones mensuales de -11,16% y 15,51%, e interanuales de 56,01% y 115,13%, respectivamente. El Presupuesto General de 2021 consideró un precio de USD 59,80 por barril. Con la aprobación de la Ley de Ordenamiento de Finanzas Públicas, se creó un Fondo de Estabilización Petrolera, que se alimentará de los ingresos de la explotación y comercialización de recursos naturales no renovables que superen a lo contemplado en el Presupuesto General del Estado, luego de descontar las preasignaciones dispuestas por Ley. El fondo iniciará su proceso de acumulación cuando se haya llegado a un porcentaje de deuda consolidada del 40% del PIB.

CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 12 años, debido a una agresiva política de inversión pública sumada a un elevado gasto corriente¹³, que se mantuvo para años posteriores pese a la caída en los ingresos petroleros. En 2020 el déficit global alcanzó los USD 5.724 millones¹⁴, cifra que, pese a ser menor a la esperada para el año, representa un deterioro con respecto a 2019, debido a la caída en los ingresos petroleros y en la recaudación tributaria, producto de la menor actividad económica.

Cerca del 40% de los ingresos del Estado provienen de la recaudación tributaria. Al cierre de 2020 esta se contrajo en 12,55%¹⁵ debido al deterioro en las ventas a nivel nacional. Con el fin de incrementar los ingresos, el Gobierno dispuso el pago anticipado del Impuesto a la Renta de las empresas grandes. Asimismo, la Ley de simplificación y Progresividad Tributaria, aprobada en 2019, estableció el cobro de impuesto a la renta del 2% de los ingresos a los microempresarios. Mediante decreto ejecutivo, se dirigió el pago de este tributo hasta noviembre de 2021. Entre enero y septiembre de 2021, la recaudación tributaria fue de USD 9.163 millones, monto que representa una mejora de 13% frente al mismo periodo de 2020. La mejora en la recaudación del Impuesto al Valor Agregado y del Impuesto a la Renta son indicios de reactivación y recuperación económica. En septiembre de 2021 el Presidente presentó al legislativo el proyecto de Ley de Creación de Oportunidades, que incluye una reforma tributaria que buscará controlar el gasto y las exenciones tributarias¹⁶.

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

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2020	-5.724	41,58%
Déficit fiscal (% PIB)	2020	-5,79%	-1,99%
Recaudación tributaria neta (millones USD)	2020	11.527	-12,55%

¹⁰ El País. (2021, septiembre 22). Ecuador quiere extraer más petróleo para equilibrar sus cuentas. <https://elpais.com/internacional/2021-09-22/ecuador-quiere-extraer-mas-petroleo-para-equilibrar-sus-cuentas.html>

¹¹ El Comercio. (2020, abril). Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

¹² El Comercio. (2020, enero). Ecuador inicia 2021 con esperanza de mejoras tras un mal año petrolero. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-mejora-petroleo-finanzas-ortiz.html>

¹³ El Universo. (2019, enero). Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado. <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado>

¹⁴ Ministerio de Economía y Finanzas. (2021, agosto). Proforma presupuestaria 2021 es enviada a la Asamblea Nacional. <https://www.finanzas.gob.ec/proforma-presupuestaria-2021-en-enviada-a-la-asamblea-nacional/>

¹⁵ Servicio de Rentas Internas del Ecuador. Estadísticas de Recaudación.

¹⁶ Primicias. (2021, julio). Reforma tributaria se presentará en agosto y septiembre para discusión con la sociedad, dice ministro Simón Cueva. <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/ministro-simon-cueva-dio-pistas-sobre-reforma-tributaria-que-se-sociabilizara-en-agosto-y-septiembre-de-este-ano-nota/>

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Recaudación tributaria neta (millones USD)	enero - septiembre 2021	9.163	13,00%
Deuda pública (millones USD)	julio 2021	63.091	6,38%
Deuda pública (% PIB)	julio 2021	61,52%	0,07%
Deuda interna (millones USD)	julio 2021	18.047	3,16%
Deuda externa (millones USD)	julio 2021	45.044	7,72%

Fuente: Ministerio de Finanzas y Servicio de Rentas Internas

Debido a los niveles de gasto público excesivos, a la dificultad para hacer recortes sustanciales y a la caída en los ingresos, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales depende de financiamiento externo, lo que impulsó al alza la deuda pública durante los últimos años. En 2020 la deuda pública creció en USD 5.847 millones frente a 2019, y para julio de 2021 se redujo en USD 74 millones frente al cierre de 2020. Existió un alza en los compromisos con multilaterales, de los cuales el país se volvió dependiente durante la crisis sanitaria, y que para julio de 2021 ascendieron a USD 19.107 millones¹⁷.

En septiembre de 2020 se renegociaron los vencimientos de USD 17.400 millones de bonos internacionales y se alcanzó un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional en el Marco del Servicio Ampliado. El primer desembolso de este acuerdo se dio en octubre de 2020 por USD 2.000 millones, monto que se destinó a cubrir atrasos del Gobierno, que ascendían a USD 3.600 millones. Tras la aprobación de la Ley Anticorrupción, en diciembre de 2020 se recibió el segundo desembolso por USD 2.000 millones, que permitió atender necesidades de salud, educación y protección social, y pagar atrasos a proveedores y a Gobiernos Autónomos Descentralizados. En septiembre de 2021 Ecuador llegó a un nuevo acuerdo a nivel de personal técnico con el FMI, con respecto a la segunda y tercera revisión del Programa de Servicio Ampliado, que revisa el cumplimiento de objetivos macroeconómicos. Esto permitirá al país acceder a un nuevo desembolso de USD 800 millones como parte del financiamiento para el Presupuesto General del Estado¹⁸. En diciembre de 2020 el FMI se convirtió en el principal acreedor multilateral, superando los valores adeudados a China. Para julio de 2021 este fue superado por el Banco Interamericano de Desarrollo, organismo al que el país adeuda USD 6.270 millones, superior a los USD 6.174 millones de deuda con el FMI y a los USD 5.169 millones con China.

En enero de 2021 Ecuador firmó un acuerdo con la Corporación Financiera Internacional para el Desarrollo de Estados Unidos por un crédito de hasta USD 3.500 millones, a 8 años y una tasa de 2,48% anual, que reemplazará parte de la deuda externa, principalmente con China. El desembolso de los recursos está atado a la monetización de activos del Estado de las áreas petrolera, de telecomunicaciones y eléctrica. En abril de 2021, el Banco Mundial aprobó USD 150 millones de financiamiento para Ecuador, rembolsable en 18 años, con un periodo de gracia de 5 años, monto que se destinó a la compra y distribución de vacunas, a la compra de equipos de protección para el personal de salud, y a campañas de comunicación para promover el acceso a la vacuna. En septiembre de 2021 el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) aprobó un crédito por USD 250 millones para promover la reactivación productiva, fortalecer el sistema de protección social y apoyar la sostenibilidad de las finanzas públicas¹⁹. En general, durante 2021, se prevé que el país recibirá USD 3.600 millones por parte de organismos multilaterales²⁰.

PERCEPCIONES DE RIESGO

El riesgo país de Ecuador presentó una tendencia creciente en 2020 y se disparó tras el desplome del precio del petróleo y la paralización de actividades económicas²¹. Con la renegociación de la deuda externa y el acuerdo con el FMI, el riesgo país mantuvo una tendencia decreciente, que se acentuó tras los resultados de las elecciones presidenciales en abril de 2021. Actualmente el riesgo país de Ecuador es de 808 puntos, y es el tercero más alto de América Latina, antecedido por Argentina (1.620) y Venezuela (26.831).

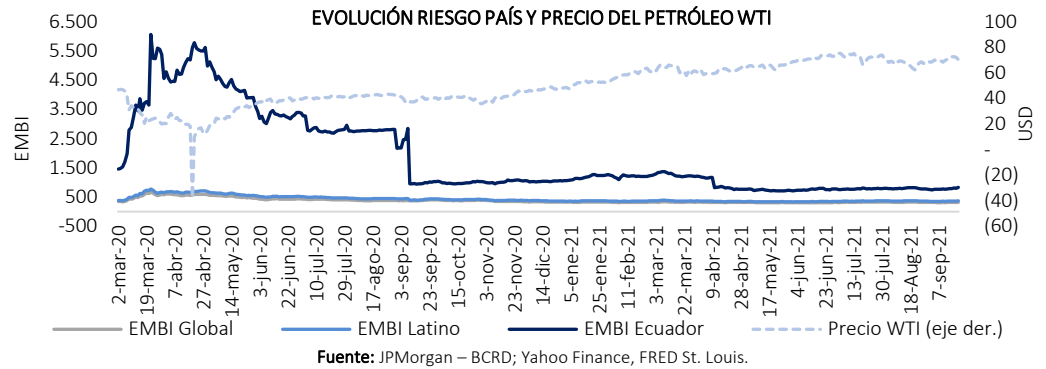
¹⁷ Ministerio de Economía y Finanzas. (2021, julio). *Boletín de Deuda Pública Interna y Externa*. <https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/>

¹⁸ Ministerio de Economía y Finanzas. (2021, septiembre). *Ecuador logra acuerdo técnico con el FMI*. <https://www.finanzas.gob.ec/ecuador-logra-acuerdo-tecnico-con-el-fmi/>

¹⁹ CAF – Banco de Desarrollo de América Latina. (2021, septiembre). *CAF aprueba USD 250 millones para apoyar la reactivación económica de Ecuador*. <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2021/09/caf-aprueba-usd-250-millones-para-apoyar-la-reactivacion-economica-de-ecuador/>

²⁰ Primicias. (2021, mayo). *Revisión técnica 'frena' desembolso de USD 400 millones del FMI*. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/millones-fmi-ministerio-finanzas/>

²¹ La Hora (2021, enero). *Reducción de riesgo país tomará más de cuatro años*. <https://lahora.com.ec/noticia/1102338476/reduccion-de-riesgo-pais-tomara-mas-de-cuatro-anos>



En septiembre de 2020 Fitch Ratings mejoró la calificación de la deuda soberana de largo plazo ecuatoriana de RD a B(-) y Standard & Poor's subió la calificación de SD a B(-), ambas con perspectiva estable, tras la renegociación de la deuda con los tenedores de bonos internacionales y el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional²². En febrero de 2021, Moody's reiteró la calificación "Caa3" para Ecuador, cambiando la perspectiva de "negativa" a "estable"²³, y en julio de 2021 Fitch Ratings ratificó la calificación de B(-), pero con una perspectiva de mejora que dependería de la ejecución del plan económico del nuevo Gobierno. El 30 de septiembre de 2021 esta misma calificación, con perspectiva estable, fue reiterada por Fitch Ratings²⁴.

La inestabilidad jurídica y el nivel de tramitología han limitado la inversión extranjera en el Ecuador, que se ubica por debajo de otros países en la región. Durante el primer trimestre de 2021 la inversión extranjera directa totalizó USD 364 millones, monto que supone un alza de 33,50% frente al mismo periodo de 2020. La inversión se concentró en actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones, con un monto de USD 174 millones, que representó el 48% de la inversión total. La mayoría de la inversión provino de Europa (USD 225 millones), principalmente Holanda (USD 135 millones), Inglaterra (USD 32 millones) y España (USD 28 millones). Por su parte, los capitales americanos ascendieron a USD 75 millones, provenientes de Chile (USD 28 millones), Bermudas (USD 14 millones) y Estados Unidos (USD 13 millones), entre otros²⁵. Con el fin de brindar seguridad jurídica a los inversionistas, Ecuador firmó el Convenio sobre Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (Convenio del CIADI). El riesgo país a la baja, el comportamiento creciente del precio del crudo y la inestabilidad política y social en otros países de la región mejoran el panorama de inversión en Ecuador y constituyen una oportunidad para atraer capitales del exterior.

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

Fuente: Banco Central del Ecuador

EMPLEO E INFLACIÓN

La Organización Internacional del Trabajo (OIT) estima que en 2020 se perdieron 255 millones de empleos a nivel mundial por las medidas de confinamiento que afectaron al capital empresarial, lo que se tradujo en una caída de 8,3% en los ingresos laborales mundiales. Específicamente, en América Latina se perdieron cerca de 34 millones de empleos en el segundo trimestre del año, y uno de cada seis jóvenes perdió su trabajo durante la pandemia. La informalidad en la región es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo en la región, y el 60% de la fuerza laboral se desempeña en micro, pequeñas y medianas empresas²⁶, lo que generó un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	JULIO 2021	SEPTIEMBRE 2021
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%	4,90%	5,15%	4,86%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%	30,41%	31,79%	32,44%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%	22,85%	24,59%	22,10%

²² Fitch Ratings. (2020, septiembre). *Fitch Upgrades Ecuador to 'B-'; Outlook Stable*. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-ecuador-to-b-outlook-stable-03-09-2020>

²³ Yahoo! Finance. (2021, febrero 26). *Ecuador, Government of – Moody's affirms Ecuador's Caa3 rating; changes to outlook to stable*. https://finance.yahoo.com/news/ecuador-government-moodys-affirms-ecuadors-213606634.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2ZlLnNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAG70yGjU-PpFL2s5V7UNq74HMU0MahG8lI2RYM3l0qTotB2K7M_md8Wk-mtUJHtMAIqz84rP89cCHkSZix78CRK9wZuLwbKanBReaCFJMqB8Ufrc3RlyzKQgI3cy_wj0TA5aTn6WAlSCfAL1BzvieKXj6KIRbBtqMcx0vPx086

²⁴ Fitch Ratings. (2021, agosto 31). *Fitch Affirms Ecuador at 'B-'; Outlook Stable*. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-ecuador-at-b-outlook-stable-31-08-2021>

²⁵ Banco Central del Ecuador. (2021, junio). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 75*.

²⁶ Orueta, I. (2017). *La Financiación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	JULIO 2021	SEPTIEMBRE 2021
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%	12,73%	11,07%	11,13%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%	28,24%	26,64%	28,70%

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

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC)

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro durante 2020 por la crisis económica que se agravó por la emergencia sanitaria, que paralizó las actividades económicas. Frente a 2019, se evidenció un incremento en la tasa de desempleo, una disminución en el nivel de empleo adecuado, y mayores porcentajes de subempleo, empleo no remunerado y otro empleo no pleno²⁷. La tasa de empleo adecuado en septiembre de 2021 aumentó en 0,65 puntos porcentuales respecto a julio de 2021. Existió una contracción mensual de 0,29 puntos porcentuales en la tasa de desempleo, que afecta a 415.041 individuos²⁸. El FMI proyecta una mejora en las condiciones laborales para 2021, con una tasa de desempleo estimada de 4,46% **Error! Marcador no definido..** Con el fin de promover el empleo en el país, el proyecto de Ley de Creación de Oportunidades propone la creación de un régimen alternativo y voluntario con nuevas modalidades de contratación que incluyen contratos por tiempo definido e indefinido, contratos por obra o servicios, y contratos eventuales²⁹.

Los niveles de inflación a nivel mundial incrementaron desde mayo de 2020 por la reactivación gradual de las actividades económicas. No obstante, se prevé que se mantendrán en niveles moderados, por debajo de los objetivos establecidos por los bancos centrales². Las estimaciones de inflación en América Latina superan al promedio mundial, con una proyección de 7,23% para 2021.

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

Fuente: INEC

La disminución en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2020 reflejó el deterioro en el empleo adecuado, que resultó en una menor demanda de bienes y servicios. La interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios en los primeros meses de la cuarentena, principalmente de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud. No obstante, la menor actividad de sectores como transporte, educación, prendas de vestir, cultura y restaurantes impulsó a la baja los niveles de inflación al cierre del año³⁰. En septiembre de 2021 se reportaron cifras de inflación mensual, anual y acumulada positivas, relacionadas con el incremento en los precios del transporte y de otros bienes y servicios diversos. El FMI prevé una inflación de 0,49% en 2021 **Error! Marcador no definido..**, mientras que el Banco Mundial pronostica un incremento de 0,6% en los precios para el mismo periodo³¹.

LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La política monetaria implementada por ciertos bancos centrales evitó la crisis en los mercados financieros durante 2020. El costo del endeudamiento a nivel mundial subió durante el primer semestre de 2021 ya que las expectativas de crecimiento y de inflación impulsaron al alza los rendimientos de largo plazo de la deuda soberana en varios países. El costo de la deuda corporativa también aumentó, pero los diferenciales se han mantenido estables y la capitalización bursátil en la mayoría de los mercados todavía registra el monto más alto en los últimos años. De hecho, las facilidades crediticias implementadas en el contexto de la pandemia a nivel mundial redujeron el riesgo de quiebra para varias empresas por debajo del registrado previo a la pandemia. La recuperación económica en Estados Unidos fortaleció el envío de remesas a varios países en América Latina, incluido Ecuador. Según cifras del BCE, las remesas provenientes de EEUU crecieron en 31% entre el primer trimestre de 2020 y el primer trimestre de 2021, y representaron el 60% de las remesas totales recibidas que, a su vez, crecieron en 28% durante el mismo periodo³².

²⁷ Primicias. (2020, marzo). *Crece fuertemente el desempleo y la pobreza en Ecuador, según el INEC*. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/desempleo-empleo-estadisticas-deterioro-ecuador/>

²⁸ INEC. (2021, septiembre). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo (ENEMDU)*, Agosto 2021. <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-agosto-2021/>

²⁹ El Universo. (2021, septiembre). *Tres modalidades de trabajo contempla el proyecto de Ley de Creación de Oportunidades*. <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/tres-modalidades-de-trabajo-contempla-el-proyecto-de-ley-de-creacion-de-oportunidades-nota/>

³⁰ INEC. (2021, abril). *Índice de Precios al Consumidor*, abril 2021.

³¹ Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

³² Banco Central del Ecuador. (2021, junio). *Remesas*. <https://contenido.bce.fin.ec/frame.php?CNT=ARB0000985>

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

Fuente: Banco Central del Ecuador

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantuvo sólida a pesar de la paralización económica derivada de la crisis sanitaria. Si bien en marzo de 2020 se evidenció una contracción por la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, desde abril de 2020 los niveles de liquidez presentaron una recuperación, atada al incremento en los depósitos a la vista y a plazo. Las captaciones a plazo del sistema financiero nacional crecieron sostenidamente durante los últimos años, lo que permitió a las entidades financieras hacer frente al shock económico relacionado con la paralización de actividades. Si bien las captaciones se redujeron en marzo de 2020, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, se recuperaron a partir de abril de 2020, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Para julio de 2021 los depósitos a plazo fijo aumentaron en 16,31% con respecto a julio de 2020, mientras que los depósitos de ahorro crecieron en 14,60% durante el mismo periodo. Pese a los programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero cayeron en los meses de confinamiento. Entre julio de 2020 y julio de 2021 se evidenció un alza en la colocación de crédito, concentrada en los Bancos Privados (+8%) y en las Cooperativas (+20%). En el contexto de la pandemia, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras podrían cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia. Asimismo, permitió diferir los pagos a tenedores de instrumentos de renta fija en el Mercado de Valores con aprobación de dos tercios de los votos.

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

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo de 2020, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril de 2020 incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. Para septiembre de 2021 las reservas internacionales crecieron frente a septiembre de 2020, producto de un mayor monto de inversiones, depósitos a plazo y títulos. Se evidenció también un incremento en la cuenta de DEGs, tras el desembolso realizado por el Fondo Monetario Internacional en septiembre de 2021. El monto de reservas internacionales en septiembre de 2021 cubrió en 89,87% a los pasivos monetarios de la entidad y en 90,97% a las reservas bancarias⁸.

SECTOR EXTERNO

La crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y perjudicó la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador durante el segundo trimestre de 2020. Al cierre del año, las exportaciones no petroleras representaron cerca del 74% del total. Estas crecieron en 10% con respecto a

2019, con un alza de USD 853 millones en las exportaciones no tradicionales, principalmente productos mineros y maderas, y de USD 474 millones en las exportaciones tradicionales, especialmente banano y cacao. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales y la caída en la demanda interna disminuyeron las importaciones, por lo que se registró un superávit comercial al cierre del año. Hasta julio de 2021 se evidenció una recuperación de 86% en las exportaciones petroleras, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron en 14% frente a julio de 2020, impulsadas por los envíos de productos no tradicionales. De esta manera, durante el período de enero a julio de 2021, el total de exportaciones se consolidó en USD 14.593 millones, monto que implica un crecimiento de 31% respecto al mismo período de 2020, y que repercutió en una mejora de 17% en el saldo de la balanza comercial. En el mismo período, las importaciones crecieron en 34%.

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

Fuente: Banco Central del Ecuador

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

Como parte de las nuevas políticas económicas, en julio de 2021 se anunció la eliminación o reducción de aranceles a 667 productos, entre bienes de capital, materias primas, y bienes de consumo. Con esto se espera incentivar el consumo privado y reducir costos para apoyar al sector productivo³³. También se eliminó, en septiembre de 2021, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) a las líneas aéreas, para facilitar la comunicación aérea de Ecuador con el resto del mundo³⁴. Se estima que, en los próximos meses, nuevas medidas de liberalización económica podrían ejecutarse en diversos sectores como parte del nuevo plan económico.

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

SECTOR COMERCIAL

El sector comercial constituye uno de los principales dinamizadores de la economía, y su desarrollo ha estado marcado por los avances tecnológicos, que han simplificado las operaciones de negocio y modificado la interacción entre firmas y consumidores. Sin embargo, la tecnología no ha podido reemplazar en su totalidad algunos mecanismos de comercio tradicionales. Esta dinámica dicotómica influye en la lealtad del consumidor y la participación de mercado, lo cual propicia oportunidades diversas para el sector. La venta al por mayor y menor constituye la etapa final de la distribución de mercancías, y, por lo tanto, mantiene una relación directa con el proceso productivo a nivel de todas las industrias. En el Ecuador, las ramas comerciales más fuertes han sido, durante los últimos años, los supermercados y distribuidores, las tiendas de ropa y calzado, la venta de vehículos, productos farmacéuticos, combustibles, electrodomésticos y productos para la construcción³⁵. Sin embargo, dadas las condiciones de mercado actuales en el Ecuador, marcadas por la reactivación gradual de las diversas actividades económicas, el temor al contagio de la pandemia, y los patrones de consumo a nivel nacional, el

³³ El Comercio. (2021, julio 10). *Arancel baja o se elimina para 10% de bienes de consumo en Ecuador*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-arancel-bienes-consumo-economia.html>

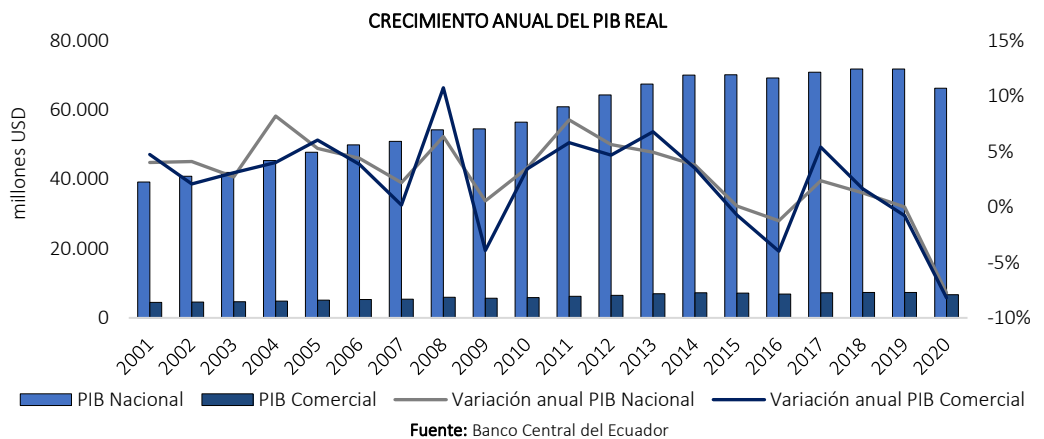
³⁴ El Universo. (2021, septiembre 2). *Con decreto 182, Ecuador elimina el impuesto a la salida de divisas a las líneas aéreas*. <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/con-decreto-182-ecuador-elimina-el-impuesto-a-la-salida-de-divisas-a-las-lineas-aereas-nota/>

³⁵ Ekos Negocios. (2019). *Comercio, el sector más dinámico de la economía nacional*. <https://www.ekosnegocios.com/articulo/comercio-el-sector-mas-dinamico-de-la-economia-nacional#:~:text=El%20Comercio%20es%20uno%20de,los%20ingresos%20del%20sector%20empresarial.>

comercio electrónico ha ganado una mayor participación y se ha convertido en una importante oportunidad de crecimiento para las empresas del sector.

DESEMPEÑO ECONÓMICO GENERAL

A partir de la dolarización en el Ecuador, el sector mantuvo un crecimiento sostenido y alcanzó una tasa de variación anual promedio de 3,43% entre 2001 y 2008. En el año 2008, el aumento de la inversión y el consumo privado impulsaron al sector comercial, que alcanzó un crecimiento de 10,76%. Tras mantener un crecimiento ininterrumpido entre 2010 y 2014, para 2015 el comercio se contrajo principalmente debido a la imposición de las salvaguardias y a la estrecha relación del sector con los productos importados. Esta retracción se extendió hasta 2016³⁶. A partir de 2017 el sector presentó un comportamiento creciente que se mantuvo hasta 2018 como consecuencia de una modesta recuperación económica reflejada en una mejora en la capacidad adquisitiva de la población, y que superó al crecimiento de la economía nacional. Desde 2019 se registró una caída en las ventas del sector, que se profundizó durante el mes de octubre de 2019 producto del paro nacional que restringió el comercio en el país. El sector cerró el año 2019 con una contracción interanual de 0,77%, coherente con el modesto desempeño de la economía en su conjunto. Esto se explica por una desaceleración de la actividad económica en sectores muy diversos, manifestándose en el sector comercial dado que su desempeño responde a la suma de los diferentes márgenes comerciales³⁷.



Al igual que la mayoría de los segmentos de la economía nacional, el comercio se vio gravemente afectado por la emergencia sanitaria provocada por el Covid-19. Las pérdidas en el sector comercial sobrepasaron los USD 350 millones tan solo en la primera semana de inactividad y se calcula que llegaron a USD 884 millones al cierre del mes de marzo. Aproximadamente el 70% de las operaciones productivas fueron paralizadas, lo cual se vio reflejado en contracciones de -11,70% en términos trimestrales y de -13,80% en términos interanuales en el Valor Agregado Bruto (VAB) del sector. Si bien para el tercer trimestre de 2020 el sector presentó un crecimiento trimestral de 3,19% en función de la reactivación gradual de las actividades productivas a nivel nacional, el VAB de las actividades comerciales se mantuvo 9,98% por debajo del registrado en el mismo periodo de 2019. Este comportamiento se mantuvo para el cuarto trimestre de 2020, cuando el PIB del sector presentó una recuperación trimestral de 1,81%, pero se mantuvo 7,04% por debajo del mismo periodo de 2019 como reflejo de la persistencia de la crisis.

Hacia el cierre del año 2020, las ventas del sector cayeron en 22% frente a 2019 y las pérdidas del comercio superaron los USD 10,9 millones. En mayo de 2021, el Banco Central del Ecuador reportó que entre marzo y diciembre de 2020 el Valor Agregado Bruto del sector comercial se contrajo en 5,0%³⁸, cerrando el año con una contracción interanual de 8,2%. Esta disminución fue superior al agregado de la economía, que se contrajo en 7,8% durante 2020³⁹. Además, el sector comercial fue el tercero que más contribuyó a la recesión económica nacional, con (-)0,83 puntos porcentuales, solo por detrás de transporte y construcción. A posteriori, el Banco

³⁶ Banco Central del Ecuador. (2021, marzo). Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador – Boletín No. 114, 2000.I – 2020.IV.

³⁷ 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>

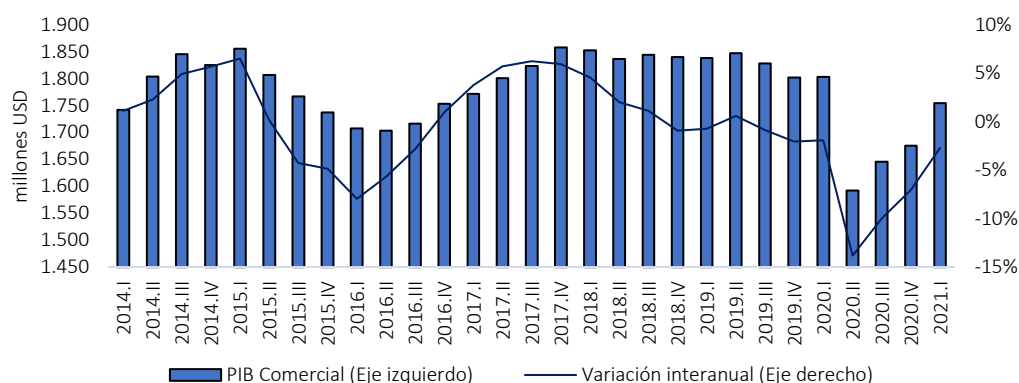
³⁸ Banco Central del Ecuador. (2021, 12 mayo). La Pandemia por el COVID-19 generó una caída en el PIB de 6,4% de marzo a diciembre de 2020: <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1427-la-pandemia-por-el-covid-19-genero-una-caida-en-el-pib-de-6-4-de-marzo-a-diciembre-de-2020>

³⁹ Banco Central del Ecuador. (2021, 31 Marzo). La pandemia incidió en el crecimiento 2020: La economía ecuatoriana decreció 7,8%: <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1421-la-pandemia-incidio-en-el-crecimiento-2020-la-economia-ecuatoriana-decrecio-7-8>

Central ha estimado al sector comercial como el más golpeado del país por la pandemia en términos de pérdidas totales del sector privado, con USD 5.515 millones perdidos entre marzo y diciembre de 2020⁴⁰.

Las previsiones macroeconómicas del Banco Central del Ecuador consideran una recuperación de 3,6% en la actividad comercial a lo largo de 2021, atada a un incremento en el consumo de los hogares y a una mejora en los términos de intercambio⁴¹. Sin embargo, durante el primer trimestre de 2021, la Cámara de Industrias y Producción (CIP) estimó una contracción de 11% en las ventas locales del sector comercial comparado con el primer trimestre de 2020, por lo que una recuperación fuerte podría tomar más tiempo⁴². Al cierre del primer trimestre de 2021, el VAB del sector reportó un valor de USD 1.754 millones, lo cual representa un crecimiento de 4,71% con respecto al cuarto trimestre de 2020, pero una contracción de 2,73% en relación con el primer trimestre de 2020, lo cual evidencia que los niveles de actividad económica observados previo al inicio pandemia todavía no son igualados.

EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DEL PIB REAL



Fuente: Banco Central del Ecuador

A pesar de los resultados negativos, durante 2020 se evidenció un crecimiento en las ventas a través de herramientas de comercio electrónico como aplicaciones móviles y páginas web. Durante el trimestre posterior al comienzo de la pandemia se reportó un aumento de 253% en las ventas en modalidad electrónica⁴³. Esto se tradujo en que, al finalizar el año, se registró un incremento anual sin precedentes de 43,75% en compras digitales en el país⁴⁴. Este proceso demandó la adaptación de diversos segmentos comerciales de la mano de los cambios en el comportamiento del consumidor. El cambio de semáforo en las distintas provincias del país permitió a los negocios emplear estrategias para atraer clientes y dinamizar las ventas de manera progresiva con el avance de la pandemia.

Otra métrica relevante es el **Índice de Nivel de Actividad Registrada (INA-R)**, el cual “mide el desempeño económico-fiscal de los sectores productivos de la economía nacional”⁴⁵. Este índice reportó una caída súbita en marzo de 2020, al inicio de la pandemia, al registrarse una variación interanual de -18,54%, que se agudizó en abril de 2020 al reportar una tasa de variación interanual sin precedentes de -41,77%. A partir de entonces el INA-R del sector comercial ha atravesado una lenta recuperación. Los datos a junio de 2021 evidencian una mejora progresiva en el sector, al alcanzar un indicador de 118,40 puntos, que representa una variación de 6,38% en relación con mayo de 2021, y una expansión de 36,97% respecto a junio de 2020.

⁴⁰ BCE. (2021, mayo). *Evaluación impacto macroeconómico del COVID-19 en la economía ecuatoriana*: <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1427-la-pandemia-por-el-covid-19-genero-una-caida-en-el-pib-de-6-4-de-marzo-a-diciembre-de-2020>

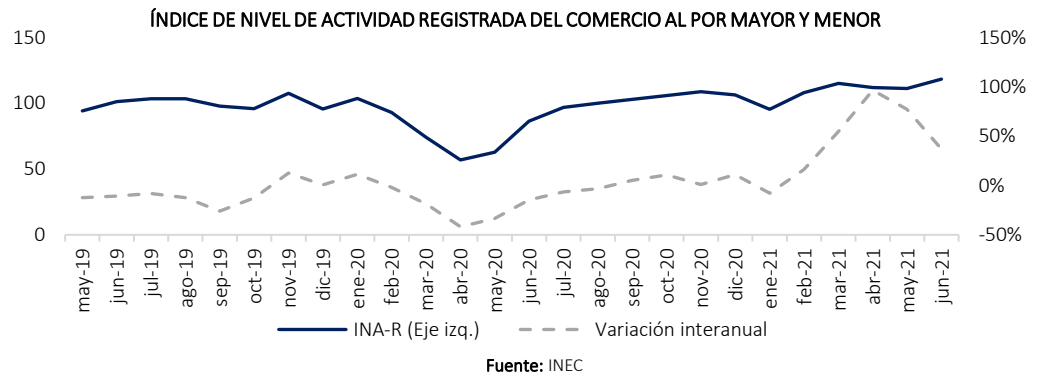
⁴¹ Banco Central del Ecuador. (2021). *Previsiones económicas*.

⁴² El Universo. (2021, febrero). *Sector productivo estima caída de ventas de 10,3% en primer trimestre de 2021, en comparación al año anterior*. <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/empresas-ventas-produccion-estudio-camaras-pandemia-febrero-2021-nota/>

⁴³ El Comercio. (2020, 22 junio). *Pérdidas por covid-19 en Ecuador llegaron a USD 14 101 millones en mayo*: <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/perdidas-covid19-ecuador-economia-negocios.html>

⁴⁴ Mentinno. (2021, Enero). *Estado Digital Ecuador, Enero 2021*: <https://www.mentinno.com/estadodigitalecuador/>

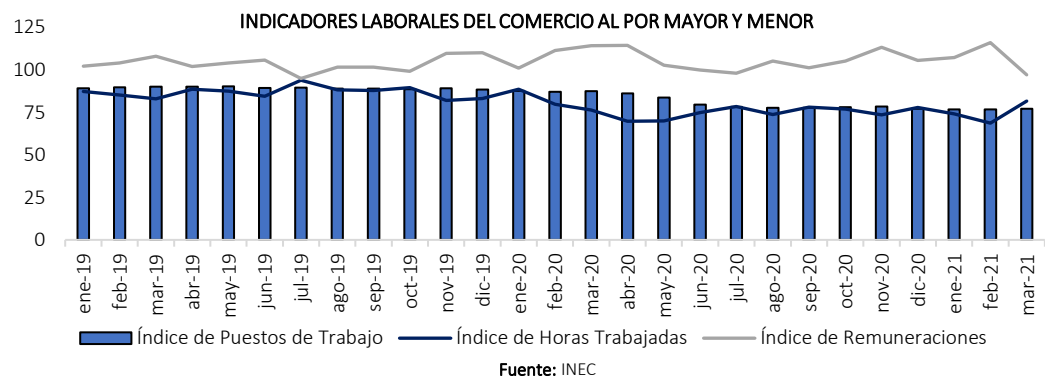
⁴⁵ INEC. (2021, septiembre). *Índice de Nivel de Actividad Registrada*: <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/>



MERCADO LABORAL

Para el primer trimestre de 2021, el 18,9% de la población nacional trabaja en el sector comercial. Esto lo convierte en el segundo sector que más empleos genera en el país, después del sector acuícola. De la misma manera, el sector comercial es el primer generador de empleo en las regiones urbanas del país, con el 25,1% de los puestos de empleo⁴⁶. Las estimaciones más recientes del Banco Central, publicadas en mayo de 2021, apuntan a que 98.399 empleos se perdieron en el sector comercial entre marzo y diciembre de 2020 por motivo de la pandemia⁴⁷.

El **Índice de Puestos de Trabajo**, que mide el número de personal ocupado, empleados y obreros en las actividades relacionadas con el comercio al por mayor y menor, reportó una contracción sostenida durante 2020 y el primer trimestre de 2021. En marzo de 2021, este índice presentó una caída interanual de 11,85% respecto a marzo de 2020⁴⁸. En el agregado, la implementación de nuevas tecnologías de comercialización, y la paralización de actividades a raíz de la emergencia sanitaria disminuyeron el número de empleados en el sector en 12,29% durante el último año. Como parte del proceso de digitalización de la economía, se estima que, en un futuro, muchos puestos de trabajo 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. 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, también reportó una caída sostenida durante 2020. Sin embargo, a marzo 2021, el Índice de Remuneraciones presentó una variación interanual positiva por primera vez desde enero de 2020, al ubicarse en 81,54 puntos. Esto implica un crecimiento del 6,71% con respecto a marzo de 2020. Por su parte, el **Índice de Remuneraciones**, que mide la evolución de las remuneraciones por hora trabajada percibidas por el personal de las actividades de comercio al por mayor y menor, reportó un valor de 97,06 putos en marzo de 2021, lo cual implica una caída del 16,33% respecto a febrero 2021, y una contracción de 14,96% frente a marzo de 2020.



⁴⁶ INEC. (2021, marzo). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo, Primer Trimestre 2021: https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2021/Trimestre-enero-marzo-2021/Trimestral%20enero-marzo%202021_Mercado_Laboral.pdf

⁴⁷ BCE. (2021, mayo). Evaluación impacto macroeconómico del COVID-19 en la economía ecuatoriana: <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1427-la-pandemia-por-el-covid-19-genero-una-caida-en-el-pib-de-6-4-de-marzo-a-diciembre-de-2020>

⁴⁸ INEC. (2021, enero). Histórico IPT – IH – IR. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/historicos-ipt-ih-ir/>

CRÉDITO Y FINANCIAMIENTO

Durante el cuarto trimestre de 2020, de una muestra de 571 empresas en el sector comercial del país (representando hasta un 60% del total de ventas nacionales del sector), el 22% solicitó nuevos créditos, cifra que supone un incremento de 10 puntos porcentuales respecto al tercer trimestre de 2020. El 27% de empresas grandes que operan en el sector comercial solicitaron préstamos durante el cuarto trimestre de 2020, frente al 24% de Pymes y el 8% de Microempresas. Excepto por el segmento Pymes, esto representa un crecimiento respecto al tercer trimestre de 2020. Dentro de las empresas comerciales que no solicitaron crédito durante el cuarto trimestre de 2020, el 54% no tuvo necesidad de financiamiento o contó con recursos propios de financiación. De las firmas que solicitaron crédito, el 76% lo destinó a capital de trabajo, el 15% a inversión o adquisición de activos, el 6% a reestructuración o pago de deudas y el 1% a operaciones de comercio exterior⁴⁹.

Al cierre de 2020 el crédito otorgado al sector comercial ascendió a USD 7.637 millones, monto que constituye una disminución de 33,55% con respecto a 2019 y que representa una contracción proporcionalmente mayor a la caída en la colocación de crédito total entre todos los sectores a nivel nacional (-22,64%). Así mismo, la participación del crédito colocado en el sector respecto al total nacional se contrajo en 2020 con relación a 2019, pasando de un 36,88% a un 31,68%⁵⁰. Durante el primer semestre de 2021 el crédito total colocado en el sector comercial del país ascendió a USD 3.793,51 millones, lo cual representa un incremento de 16,72% respecto al primer semestre de 2020. Este crecimiento es proporcionalmente menor al crecimiento del volumen colocado entre todas las industrias del país durante el mismo periodo (31,16%). Asimismo, la participación del sector respecto al crédito total nacional cayó del 32,86% durante el primer semestre de 2020 al 29,24% en el primer semestre de 2021.



COMPETITIVIDAD Y FACTORES EXÓGENOS

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. En otras palabras, este segmento económico se caracteriza por una estructura industrial particularmente competitiva.

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 son prescindibles. 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 sustitutos que cumplan la misma función, pero que representan un costo más bajo. Además, vale la pena notar que las empresas grandes en los diversos segmentos del sector comercial generalmente operan con la representación exclusiva de marcas de alto prestigio y reconocimiento a nivel internacional, lo cual dificulta el posicionamiento de nuevos actores.

⁴⁹ Banco Central del Ecuador (2021, septiembre) *Reporte Trimestral de Oferta y Demanda de Crédito – Tercer Trimestre 2020*. <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/324-encuesta-trimestral-de-oferta-y-demanda-de-cr%C3%A9dito>
⁵⁰ Superintendencia de Bancos. (2021, mayo). *Volumen de Crédito (Portal Estadístico)*: https://estadisticas.superbancos.gob.ec/portalestadistico/portalestudios/?page_id=327

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 adquieren 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, para crecer se requiere de una inversión importante en infraestructura para la apertura de sucursales y puntos de venta en distintas localidades, así como de una importante fuerza de ventas, capacitada en aspectos técnicos y en estrategias comerciales, lo que podría significar la incursión en costos representativos. Esta fuerza laboral podría convertirse posteriormente en una barrera de salida, debido a los elevados costos de liquidación asociados.

El desarrollo de canales de comercialización alternativos implica el uso de plataformas e infraestructura tecnológica que podría tener un costo elevado y no ser accesible para empresas pequeñas y nuevos participantes de la industria. Esto viene de la mano del hecho de que el país todavía afronta importantes brechas de infraestructura física e institucional, por lo que los prospectos de crecimiento para determinadas firmas dentro de este contexto muy probablemente enfrentarán vicisitudes de tipo estructural. Sin embargo, importantes brechas se han cerrado en ciertos segmentos de la mano de la irrupción empresarial, como por ejemplo en infraestructura digital. El comercio electrónico es un importante ejemplo de esto.

Al igual que muchos otros sectores productivos del país, el segmento comercial observa con atención a las medidas económicas propuestas recientemente por el nuevo gobierno posesionado en mayo de 2021. En septiembre de 2021, el presidente Guillermo Lasso indicó que su estrategia consiste en suscribir acuerdos de libre comercio con las diez economías más grandes del mundo, lo cual incluiría a Estados Unidos, China, Japón, Corea del Sur, entre otras. Por el momento ya se han difundido iniciativas concretas de negociación con China⁵¹ y México, además de una sólida intención de ingreso a la Alianza del Pacífico. Todas estas medidas, de concretarse, acarrearían importantes consecuencias de largo plazo a varios sectores productivos del Ecuador, particularmente al sector comercial, así como a la economía nacional en su conjunto⁵². Adicionalmente, la reducción o eliminación de aranceles en 667 productos⁵³, generan expectativas positivas en los diversos actores del sector comercial en el país.

POSICIÓN COMPETITIVA

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 (Milagro), ocupando el tercer lugar entre sus competidores cercanos, con una participación de mercado de aproximadamente 13%.

COMPAÑÍA (SEPTIEMBRE 2021)	PARTICIPACIÓN
Hipermarket	26%
Tiendas Industriales Asociadas TÍA S.A.	25%
COHERVI S.A.	13%
DeviesCorp	13%
Supermercados Akí	10%

Fuente: COHERVI S.A.

Con lo antes expuesto es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que al sector al cual pertenece el Emisor presenta una posición estable históricamente con oferta y demanda de sus productos con una tendencia creciente, una estructura conformada por empresas robusta cuyo comportamiento no se ve mayormente afectado por cambios en el entorno económico ni en los mercados relevantes.

⁵¹ El Comercio. (2021, julio 18). *China tiene predisposición de firmar TLC con Ecuador, dice Guillermo Lasso durante reunión con bananeros*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/politica/china-tlc-ecuador-exportaciones-banano-negocios.html>

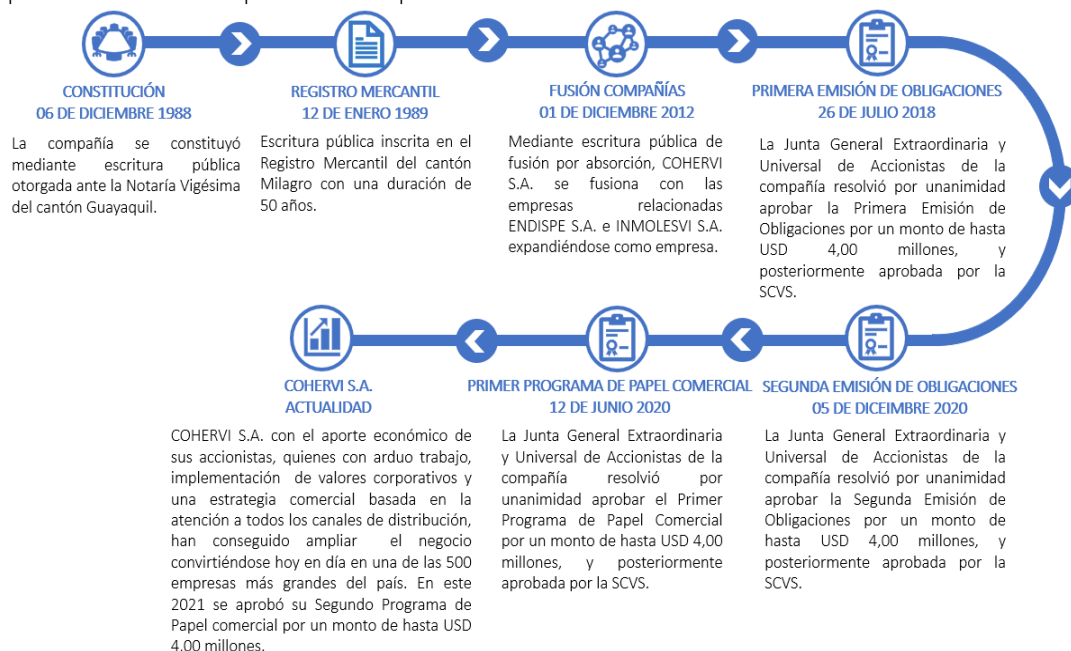
⁵² El Universo (2021, septiembre 9). *Lograr acuerdos de libre comercio con primeras 10 economías del mundo, prioridad de Guillermo Lasso*. <https://www.eluniverso.com/noticias/politica/lograr-acuerdos-de-libre-comercio-con-primeras-10-economias-del-mundo-prioridad-de-guillermo-lasso-nota/>

⁵³ El Comercio. (2021, julio 10). *Arancel baja o se elimina para 10% de bienes de consumo en Ecuador*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-arancel-bienes-consumo-economia.html>

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

COHERVI S.A. es una empresa con 32 años de experiencia en el segmento de supermercados ha presentado un crecimiento constante con la apertura de nuevos establecimientos, que le han permitido mejorar su posicionamiento con respecto a sus competidores.



Fuente: COHERVI S.A.

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. 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.

A la fecha del presente informe, la compañía cuenta con un capital social de USD 3.617.400, con acciones ordinarias de USD 1,00 cada una. En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que éstos 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 y en el aumento de capital aprobado el 05 de junio de 2020 por USD 1.617.400.

COHERVI S.A.	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Delgado Villacís Targelia Josefina	Ecuador	1.917.222	53,00%
Delgado Villacís Clara Alemania	Ecuador	1.700.178	47,00%
Total		3.617.400	100,00%

Fuente: SCVS

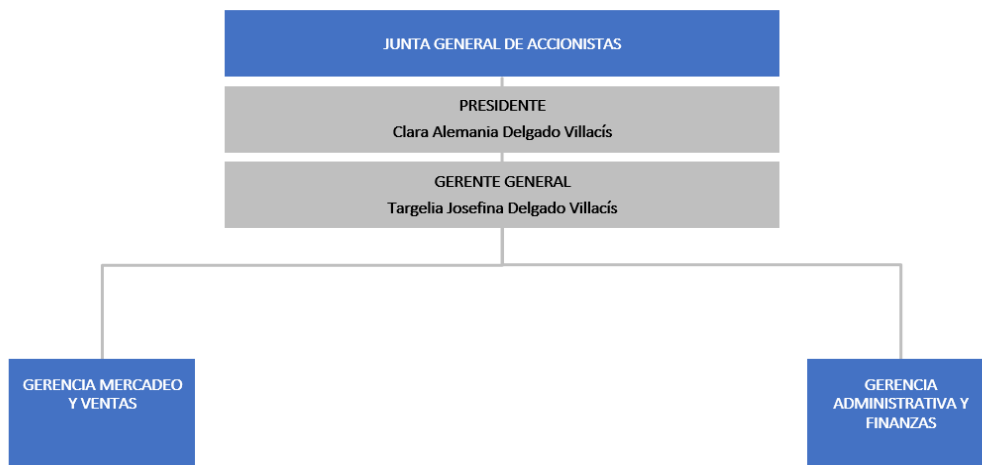
A la fecha del presente informe, COHERVI S.A. no mantiene implementados lineamientos de Gobierno Corporativo. Sin embargo, la compañía mantiene un Directorio no estatutario que se reúne con los ejecutivos permanentemente y, cada vez que sea necesario cuando se presentan temas relevantes que ameriten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

PLANA EJECUTIVA	CARGO
Delgado Villacís Clara Alemania	Presidente
Delgado Villacís Targelia Josefina	Gerente General

Fuente: SCVS

A la fecha del presente informe COHERVI S.A. cuenta con 114 empleados 72 empleados (+58% desde mayo 2021) 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.



Fuente: COHERVI S.A.

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 anteriormente, es opinión de GLOBALRATINGS 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.

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.

NEGOCIO

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 oficina matriz 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 PRINCIPALES

Dentro de sus políticas principales, COHERVI S.A. cuenta con varias pólizas de seguros vigentes con Latina Seguros S.A. que cubren las áreas más importantes del negocio incluyendo edificios, instalaciones, adecuaciones y seguro todo riesgo por un monto total asegurado aproximado de USD 9,43 millones.

RAMOS-PÓLIZA DE SEGURO	ASEGURADORA	FECHA VENCIMIENTO	MONTO (USD)
Incendio	Latina Seguros S.A.	01/10/2022	4.565.234
Equipo electrónico	Latina Seguros S.A.	01/10/2022	131.758
Robo y/o asalto	Latina Seguros S.A.	01/10/2022	140.000
Rotura de maquinaria	Latina Seguros S.A.	01/10/2022	338.453
Dinero	Latina Seguros S.A.	01/10/2022	45.000
Fidelidad	Latina Seguros S.A.	01/10/2022	30.000
Equipo y maquinaria	Latina Seguros S.A.	01/10/2022	94.500
Transporte interno	Latina Seguros S.A.	01/10/2022	2.820.000
Responsabilidad civil	Latina Seguros S.A.	01/10/2022	30.000
Vehículos	Latina Seguros S.A.	01/10/2022	133.000
Adicionales	Latina Seguros S.A.	01/10/2022	1.100.000

Fuente: COHERVI S.A.

CLIENTES

Debido a su giro de negocio, COHERVI S.A. cuenta con varios clientes particulares, siendo estos, en su gran mayoría, personas naturales que fungen como comisionistas. Tomando los principales clientes, sin tomar en cuenta consumidores finales, ninguno presenta una participación superior al 6% de las ventas, evidenciando la alta diversificación de clientes.

CLIENTES (SEPTIEMBRE 2021)	PARTICIPACIÓN
Chiliqinga Chiliqinga Wilson Oswaldo	6%
Dismero S.A.	4%
Secaira Marido Emma Mirella	3%
Supermarket Don Ángel	3%
Mi Tienda Reyes Pesantez Cía. Ltda.	2%
Otros	82%

Fuente: COHERVI S.A.

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.

CADENA DE SUMINISTROS

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 La Fabril S.A. S.A. (16%), Macomon S.A. (8%), Colgate-Palmolive del Ecuador S.A.I.C. (8%), Sociedad Agrícola e

Industrial San Carlos (5%), e Industrial Danec S.A. (5%). Estos 5 proveedores concentran aproximadamente el 45% del costo de ventas de la compañía.

PROVEEDORES (SEPTIEMBRE 2021)	PARTICIPACIÓN
La Fabril S.A.	16%
Macomon S.A.	11%
Colgate-Palmolive del Ecuador S.A.I.C.	8%
Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos S.A.	5%
Industrial Danec S.A.	5%
Otros	55%

Fuente: COHERVI S.A.

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 90 días de crédito.

POLÍTICA DE FINANCIAMIENTO

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.

PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe COHERVI S.A. mantiene vigente 4 instrumentos en el mercado bursátil: dos Emisiones de Obligaciones y un Programa de Papel Comercial, la presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

PRESENCIA BURSÁTIL	AÑO	APROBACIÓN	MONTO (USD)	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones	2018	SCVS-INMV. DNAR.2018-00006487	4.000.000	Vigente
Segunda Emisión de Obligaciones	2019	SCVS-INMV-DNAR-2019-00038516	4.000.000	Vigente
Primer Programa Papel Comercial	2020	SCVS-INMV-DNAR-2020-00003478	4.000.000	Vigente
Segundo Programa Papel Comercial	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00001984	4.000.000	Vigente

Fuente: SCVS

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.

LIQUIDEZ INSTRUMENTOS	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO (USD)
Primera Emisión de Obligaciones	218	16	4.000.000
Segunda Emisión de Obligaciones	8	5	4.000.000
Primer Programa Papel Comercial	181	9	4.600.000
Segundo Programa Papel Comercial	5	3	4.000.000

Fuente: SCVS

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

INSTRUMENTO

En Milagro, dentro de la provincia del Guayas, el día 06 de octubre de 2021 se celebró la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de COHERVI S.A., en donde se resolvió y aprobó la Tercera Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 3.000.000.

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	Clase 9	USD 3.000.000	360 días	7,00%	Al vencimiento	Semestral
	Clase 10		720 días	7,50%	Semestral	Semestral
	Clase 11		1.080 días	8,00%	Semestral	Semestral
	Clase 12		1.440 días	8,50%	Semestral	Semestral
	Clase 13		1.800 días	9,00%	Semestral	Semestral
Saldo en circulación	N/A					
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores					
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 ampliar la estrategia de venta a crédito extendido para tiendas pequeñas y nuevos negocios con el fin de incentivar a sus clientes.					
Valor nominal	USD 1,00					
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	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Metrovalores Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador.					
Representante de obligacionistas	Valoraciones Técnicas VALORATEC S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> 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. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. 					
	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.					
	Límite de endeudamiento					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

Las siguientes tablas de amortización se basan en un supuesto de colocación total de la emisión de acuerdo con el siguiente detalle de participación para cada clase: Clase 9: 50%, Clase 10: 12,5%, Clase 11: 12,5%, Clase 12: 12,5% y Clase 13: 12,5%. Estos valores serán determinados al momento de la colocación y serán evaluados en revisiones posteriores.

AMORTIZACIÓN CLASE 9	CAPITAL INICIAL (USD)	PAGO DE CAPITAL (USD)	PAGO DE INTERESES (USD)	TOTAL PAGO (USD)	SALDO DE CAPITAL (USD)
1	1.000.000	-	-	-	1.000.000
2	1.000.000	-	35.000	35.000	1.000.000
3	1.000.000	-	-	-	1.000.000
4	1.000.000	1.000.000	35.000	1.035.000	-

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

AMORTIZACIÓN CLASE 10	CAPITAL INICIAL (USD)	PAGO DE CAPITAL (USD)	PAGO DE INTERESES (USD)	TOTAL PAGO (USD)	SALDO DE CAPITAL (USD)
1	500.000	-	-	-	500.000
2	500.000	-	18.750	18.750	500.000
3	500.000	-	-	-	500.000
4	500.000	166.667	18.750	185.417	333.333
5	333.333	-	-	-	333.333
6	333.333	166.667	12.500	179.167	166.667
7	166.667	-	-	-	166.667

AMORTIZACIÓN	CAPITAL	PAGO DE	PAGO DE	TOTAL	SALDO DE
8	166.667	166.667	6.250	172.917	-

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

AMORTIZACIÓN CLASE 11	CAPITAL INICIAL (USD)	PAGO DE CAPITAL (USD)	PAGO DE INTERESES (USD)	TOTAL PAGO (USD)	SALDO DE CAPITAL (USD)
1	500.000	-	-	-	500.000
2	500.000	-	20.000	20.000	500.000
3	500.000	-	-	-	500.000
4	500.000	-	20.000	20.000	500.000
5	500.000	-	-	-	500.000
6	500.000	125.000	20.000	145.000	375.000
7	375.000	-	-	-	375.000
8	375.000	125.000	15.000	140.000	250.000
9	250.000	-	-	-	250.000
10	250.000	125.000	10.000	135.000	125.000
11	125.000	-	-	-	125.000
12	125.000	125.000	5.000	130.000	-

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

AMORTIZACIÓN CLASE 12	CAPITAL INICIAL (USD)	PAGO DE CAPITAL (USD)	PAGO DE INTERESES (USD)	TOTAL PAGO (USD)	SALDO DE CAPITAL (USD)
1	500.000	-	-	-	500.000
2	500.000	-	21.250	21.250	500.000
3	500.000	-	-	-	500.000
4	500.000	-	21.250	21.250	500.000
5	500.000	-	-	-	500.000
6	500.000	83.333	21.250	104.583	416.667
7	416.667	-	-	-	416.667
8	416.667	83.333	17.708	101.042	333.333
9	333.333	-	-	-	333.333
10	333.333	83.333	14.167	97.500	250.000
11	250.000	-	-	-	250.000
12	250.000	83.333	10.625	93.958	166.667
13	166.667	-	-	-	166.667
14	166.667	83.333	7.083	90.417	83.333
15	83.333	-	-	-	83.333
16	83.333	83.333	3.542	86.875	-

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

AMORTIZACIÓN CLASE 13	CAPITAL INICIAL (USD)	PAGO DE CAPITAL (USD)	PAGO DE INTERESES (USD)	TOTAL PAGO (USD)	SALDO DE CAPITAL (USD)
1	500.000	-	-	-	500.000
2	500.000	-	22.500	22.500	500.000
3	500.000	-	-	-	500.000
4	500.000	-	22.500	22.500	500.000
5	500.000	-	-	-	500.000
6	500.000	62.500	22.500	85.000	437.500
7	437.500	-	-	-	437.500
8	437.500	62.500	19.688	82.188	375.000
9	375.000	-	-	-	375.000
10	375.000	62.500	16.875	79.375	312.500
11	312.500	-	-	-	312.500
12	312.500	62.500	14.063	76.563	250.000
13	250.000	-	-	-	250.000
14	250.000	62.500	11.250	73.750	187.500
15	187.500	-	-	-	187.500
16	187.500	62.500	8.438	70.938	125.000
17	125.000	-	-	-	125.000
18	125.000	62.500	5.625	68.125	62.500
19	62.500	-	-	-	62.500
20	62.500	62.500	2.813	65.313	-

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

Al ser la calificación inicial del instrumento, el cumplimiento de los resguardos y límite de endeudamiento se verificará en revisiones posteriores. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. verificó que la Escritura Pública de Emisión no presenta inconsistencias desde el punto de vista legal. Al ser la calificación inicial todavía

no se cuenta con información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos a emitirse, misma que se analizará en las revisiones de la presente calificación.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 30 de septiembre de 2021, la compañía posee un total de activos de USD 19,83 millones, de los cuales USD 4,89 millones son activos menos deducciones.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. verificó la información del certificado del monto máximo de la empresa, con información financiera cortada al 30 de septiembre de 2021, evidenciando que el monto máximo de emisión se encuentra dentro del límite establecido. Se calculará el monto máximo de emisión de la siguiente manera “Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.”

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN	SEPTIEMBRE 2021 (USD)
Activo Total	20.508.323
(-) Activos o impuestos diferidos	
(-) Activos gravados	4.502.765
<i>Propiedad, planta y equipo</i>	4.502.765
(-) Activos en litigio	
(-) Monto de las impugnaciones tributarias	
(-) 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 los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores	10.437.500
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor	
Total activos menos deducciones	4.885.855
80 % Activos menos deducciones	3.908.684

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de septiembre de 2021, presentó un monto de activos menos deducciones de USD 4,89 millones, siendo el 80% de los activos menos deducciones la suma de USD 3,91 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 30 de septiembre de 2021, 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 1,84 veces sobre las demás obligaciones del Emisor. Por otro lado, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120% el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Tercera Emisión de Obligaciones de COHERVI S.A., así como de los valores que mantiene en circulación, representa el 99,83% del 200% del patrimonio al 30 de septiembre de 2021 y el 199,65% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	SEPTIEMBRE 2021 (USD)
Patrimonio	6.730.456
200% Patrimonio	13.460.912
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación	10.437.500
Nueva Emisión de Obligaciones	3.000.000
Total Emisiones	13.437.500
Total Emisiones/200% Patrimonio	99,83%

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

PERFIL FINANCIERO
PERFIL HISTÓRICO

El presente análisis financiero fue realizado con base a los Estados Financieros de los años 2018, 2019 y 2020 auditados por Consultora Panamerican Martínez y Asociados CONMARTÍNEZ Cía. Ltda. Estos estados financieros no presentaron salvedades en su opinión. Adicionalmente se utilizaron estados financieros internos con corte septiembre 2020 y septiembre 2021.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

Los ingresos de la Compañía corresponden a la distribución y comercialización de productos comestibles elaborados y/o semielaborados para su consumo humano y animal, y la comercialización de otros productos de como masivo, así como la importación, representación y distribución en los distintos almacenes que mantiene a clientes finales. Entre 2018 y 2020 las ventas mantuvieron un comportamiento creciente, al pasar de USD 10,13 millones a USD 11,50 millones, lo cual constituye un crecimiento del 13,50% durante el periodo analizado, a pesar de la disminución registrada en 2019 frente al 2018 del 10,46%.

Para diciembre de 2018 los ingresos incrementaron en USD 3,07 millones (43,51%) y alcanzaron los USD 10,13 millones, evidenciando el crecimiento y desarrollo de la compañía, plasmado en los niveles crecientes de ingresos mensuales. Al cierre de 2019, las ventas de la compañía disminuyeron en USD 1,06 millones alcanzando los USD 9,07 millones. En cuanto a la comparación de ingresos de COHERVI S.A. por mes, a partir 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 agrícolas estratégicas 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, aunque las ventas a crédito que la compañía realizaba se mantuvieron. Para el cierre de 2020, a pesar de la situación que enfrentó el país por el COVID-19, debido al sector al cual pertenece que no se vio afectado, los niveles de ingresos se presentaron superiores a los de 2019 en USD 2,43 millones (+26,75%), alcanzando los USD 11,50 millones. En la comparación de las ventas por mes se observó los altos niveles de ingresos de febrero a mayo de 2020 coherente con las medidas gubernamentales más estrictas de cuarentena que supuso para la población en general un sobreabastecimiento de víveres y productos de primera necesidad.

INGRESOS	2019	2020	SEP-21
	REAL (USD)	REAL (USD)	REAL (USD)
Enero	717.610	989.420	853.803
Febrero	716.463	1.077.304	865.899
Marzo	722.157	1.221.511	1.027.611
Abril	816.954	1.694.459	1.069.576
Mayo	997.626	1.029.152	1.068.627
Junio	828.039	799.694	1.110.656
Julio	855.177	739.742	1.172.335
Septiembre	848.887	589.897	1.157.768
Septiembre	522.204	865.145	1.093.030
Octubre	786.343	779.998	-
Noviembre	859.723	847.771	-
Diciembre	402.859	867.459	-
Total	9.074.041	11.501.552	9.419.305

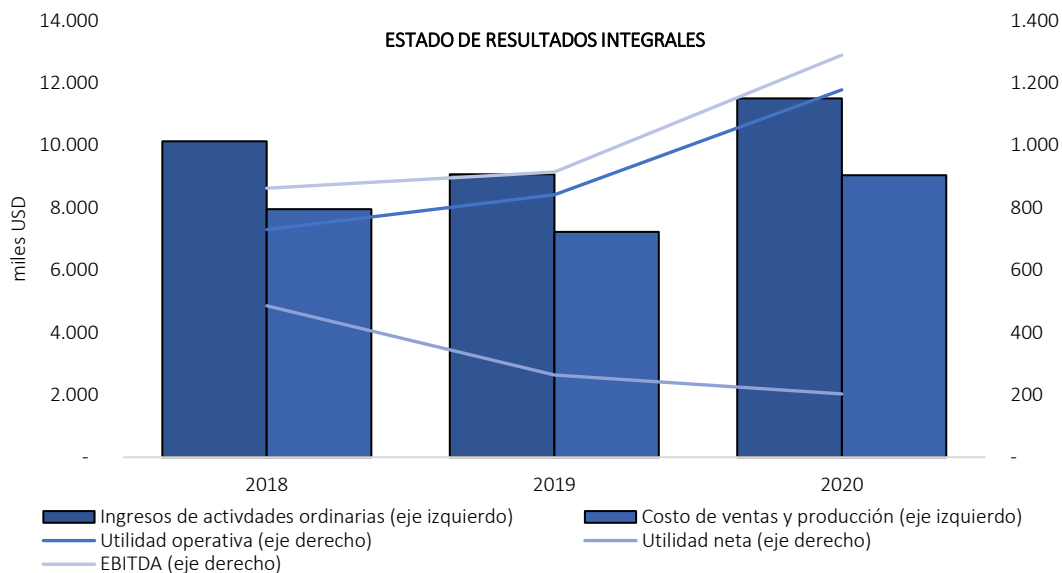
Fuente: COHERVI S.A.

A septiembre de 2021, los niveles de ingresos se presentaron superiores a los de su interanual en un 4,59%. La compañía estima ventas crecientes para los próximos meses siendo claves noviembre por Black Friday y diciembre por festividades como navidad y año nuevo.

En cuanto al costo de ventas, presentó un incremento marginalmente en su participación pasando de 78,48% en 2018 a 78,64% en 2020. Este comportamiento en función de la venta de productos en donde se encuentra aquellos que cargan I.V.A. y aquellos que no generan un cargo impositivo, siendo estos principalmente aquellos de la canasta básica. La Ley de Régimen Tributario establece una lista de los productos y servicios que no pagan I.V.A, entre estos se encuentran productos alimenticios de origen agrícola, leches en estado natural, pasteurizada, etc. 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. A pesar de este escenario la compañía mantiene una optimización continua de costos, además de procesos eficientes que le han permitido mantener márgenes favorables para la compañía. Por su parte, en el comparativo interanual, la participación del costo de ventas disminuyó de 80,5% en septiembre de 2020 a 74,50% en septiembre de 2021. La estrategia de la compañía para el manejo de costos sigue el lineamiento del ahorro motivado por los precios obtenidos por descuentos de pronto pago, mejorando la rentabilidad de la empresa.

La consecuencia directa del incremento en la participación del costo de ventas fue un margen bruto inferior, que pasó de 21,52% en 2018 a 21,36% en 2020, a pesar de las variaciones en las ventas, pero influyendo la dinámica de precios de los productos comercializados de aquellos que cargan I.V.A. con los que mantiene tasa 0%. A pesar de un margen de contribución inferior, monetariamente la utilidad bruta presentó una tendencia creciente durante el periodo, alcanzando los USD 2,46 millones al cierre de 2020. Para septiembre de 2021, el margen bruto fue de 25,50%. En esa línea, la proyección mantiene un alza constante del margen bruto.

La estrategia de la compañía es maximizar el precio de venta de sus productos junto con un plan para optimización del costo, a través de descuentos en mercancía comprada por pronto pago, permitiéndole a la empresa generar un margen de ganancia superior. En ese sentido, COHERVI S.A. trabaja constantemente en los procesos de optimización de costos y gastos.



GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Los gastos operativos incrementaron marginalmente entre 2018 y 2019 monetariamente, en función del crecimiento del negocio y de la mayor actividad de la compañía, así como, su participación sobre las ventas aumentó de 14,32% en 2018 a 18,91% en 2019. Los gastos operativos pasaron a representar el 14,32% de las ventas en 2018 (USD 1,45 millones), lo cual 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 gastos en nómina como en combustible, repuestos y mantenimiento. Para el 2019, por su parte, existió un incremento con respecto al cierre de 2018 del 18,91% (USD 264 mil) principalmente en los gastos de ventas coherente con la apertura de nuevos puntos de venta. El 2020, dado las condiciones del mercado y continuando la compañía con su estrategia de optimización de costos y gastos, estos se vieron fuertemente disminuidos tanto en participación como monetariamente, alcanzando los USD 1,46 millones y el 12,66% de los ingresos (USD 1,72 millones y 18,91% en 2019).

Producto de lo anterior, la utilidad operativa fue incremental el 2020, a pesar de importantes ingresos operacionales en el 2019, donde se destaca ingresos por intereses devengados de todas las ventas de largo plazo que mantiene la compañía que se empezaron a presentar en el 2019 tomando en cuenta que el cambio en la estrategia de ventas surgió a finales de 2018, y que se proyecta que aumenten para los años siguientes. Durante el 2020 como medida de refinanciación de pagos para sus clientes mayoristas, la compañía mantuvo niveles inferiores de ingresos por intereses devengados de ventas de largo plazo, incluidas ya en los ingresos de actividades ordinarias. Con el incremento de la deuda con costo, los gastos financieros crecieron hacia el 2020 debido a la contratación de nueva deuda con el Mercado de Valores, tendencia que continúa en la proyección acentuada por la renovación de la deuda con entidades bancarias y la colocación correspondiente a los Programas de Papel Comercial que mantiene vigentes en el Mercado de Valores. Por efecto de los cambios en la utilidad operativa y de las variaciones en las depreciaciones, el EBITDA, presentó una tendencia creciente al 2020, tendencia que se mantiene en el periodo proyectado.

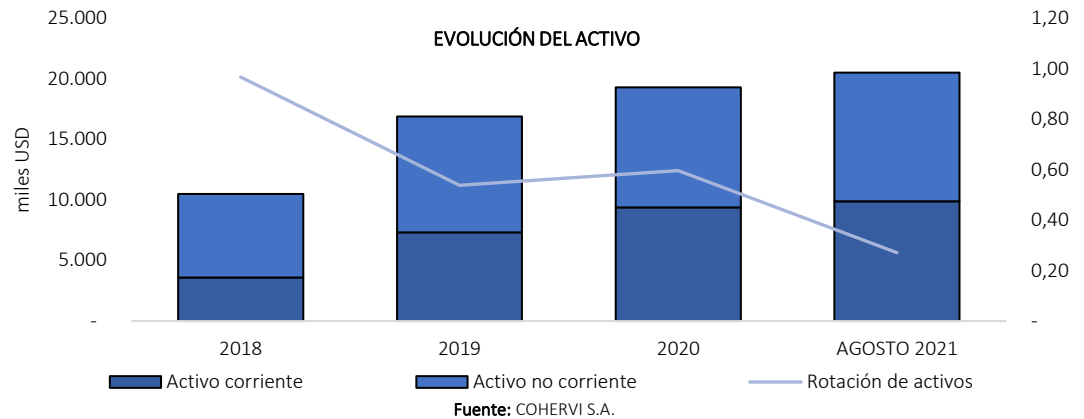
Como se indica en párrafos anteriores, COHERVI S.A. tuvo una evolución de la proporción de su deuda con costo de aquella contratada a través de sucesivas emisiones frente a la contraída con entidades financieras. En este sentido, en 2020 la deuda con el Mercado de Valores alcanzó el 84,86% del total de la deuda con costo.

Como lógica consecuencia de lo indicado, la utilidad neta del periodo bajo análisis fue siempre positiva. La proyección estima que estos resultados tendrán una tendencia al alza en los próximos años como una respuesta a la presencia de la empresa en los mercados de su ámbito y a una eficiente gestión operativa.

CALIDAD DE ACTIVOS

Dado el giro de negocio de la compañía y las características de la industria en la que opera, el grueso de los activos se concentra en tres rubros principales: las cuentas por cobrar comerciales de corto y largo plazo, la propiedad, planta y equipo e inventarios cuya rotación se basa en la demanda de la compañía y responden a la estrategia propia de la empresa. Al 30 de septiembre de 2021, el 84,22% del activo total se condensó en estos rubros. Los índices seleccionados demuestran que la empresa se encuentra bien capitalizada y evidenciando una tendencia favorable en los indicadores históricos. En efecto, la proporción del activo que es financiada por pasivos pasa del 42% en 2018 a 66% en 2020 lo que indica el buen nivel de capitalización de la compañía. Esta evolución se dio en respuesta a las inversiones realizadas por la compañía durante 2020, las que incidieron en un mayor endeudamiento bancario y con el Mercado de Valores

El nivel de activos corrientes de COHERVI S.A. presentó crecimiento entre 2018 y 2020. La compañía mantuvo un índice de liquidez superior a la unidad durante el periodo 2018 – 2020 dada la relación de activos corrientes crecientes y la estabilidad de sus pasivos de corto plazo en el periodo de análisis, fundamentalmente entre 2019 y 2020. Los niveles del índice de rotación del activo tuvieron una tendencia al alza de 2017 a 2018, pero con una disminución hacia el 2019 causado principalmente por un aumento importante de los activos totales y la disminución de los ingresos anteriormente mencionados. Tal tendencia se revierte teniendo como punto de inflexión el 2020 para estabilizarse hacia el final de período de vigencia de la Emisión. Este nivel se compara favorablemente con la industria y refleja eficiencia en la gestión de activos.



En línea a lo señalado, el total de activos tuvo un crecimiento constante entre 2018 y 2020, pasando de USD 10,49 millones a USD 19,28 millones. Tal incremento se debió a las cuentas por cobrar comerciales de largo plazo (USD 2,88 millones), inversiones temporales (USD 935 mil) e inventarios (USD 3,96 millones). Todos los aumentos señalados son coherentes con la estrategia de la empresa de aumentar sus ingresos mediante nuevas políticas de crédito y un cambio en la estrategia de ventas los que se han evidenciado en el lapso señalado.

Las cuentas por cobrar comerciales presentaron un comportamiento creciente entre 2018 y 2020, pasando de USD 4,91 millones a USD 7,49 millones, tal crecimiento obedeció a las estrategias de comercialización. COHERVI S.A. desde septiembre de 2018 implementó 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. Sin tomar en cuenta la cartera de largo plazo, el periodo promedio de recuperación de cartera se mantuvo en 57 días, pasando de 84 días en 2018 a 64 para el 2020. Como se ha explicado en párrafos anteriores el principal componente de los activos son las cuentas por cobrar comerciales, principalmente de largo plazo, agrupando un porcentaje importante de los ingresos de la empresa. Dentro de la antigüedad de la cartera, sin tomar en cuenta aquella de largo plazo, la provisión para cuentas de dudoso cobro alcanzó un 5,47% del total de cartera el 2019, nivel que cubre en su totalidad la cartera vencida mayor a 61 días. Para 2020 la cartera por vencer y vencida de 1 a 90 días agrupó el 67,54% evidenciando una cartera sana. Cabe destacar que la empresa presentó cartera vencida de más de 121 días en un porcentaje del 35,12%, el comportamiento se da por la situación de la pandemia en donde existió una renegociación de crédito con aquellos clientes mayoristas que tenían sus pagos pendientes para el 2020. A la compañía considerar, a través de un análisis detallado de sus clientes, que estos no presentan un mayor riesgo, la provisión de cuentas incobrables se mantuvo con el mismo monto con una participación del 4,93% del total de cartera. Cabe mencionar que por la propia estrategia de la compañía y las políticas de crédito presenta un porcentaje mediano de cartera vencida superior a 1 año, sin embargo, se encuentra dentro de los parámetros aceptados por la misma, adicionalmente de las ventas con crédito de hasta 24 meses.

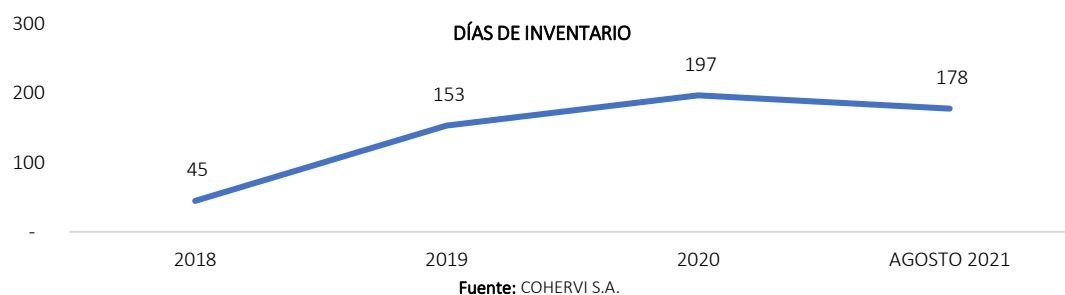
ANTIGÜEDAD CARTERA	2019		2020	
	(USD)	PARTICIPACIÓN	(USD)	PARTICIPACIÓN
Por vencer	712.642	44,54%	954.535	53,79%
Vencida				
1 a 30 días	660.556	41,29%	171.302	9,65%
31 a 60 días	240.729	15,05%	44.188	2,49%
61 a 90 días	55.728	3,48%	28.603	1,61%
91 a 120 días	17.695	1,11%	40.161	2,26%
121 a 180 días	-	-	251.247	14,16%
Más de 181 días	-	-	371.972	20,96%
(-) Provisión incobrables	-87.464	-5,47%	-87.454	-4,93%
Total	1.599.886	100%	1.774.553	100%

Fuente: COHERVI S.A.

Los inventarios de la compañía corresponden a las mercaderías que mantiene en stock en los diferentes puntos de venta de COHERVI S.A. para ser comercializados en los diferentes establecimientos, las cuales presentaron variaciones en el periodo de análisis pasando de los USD 988 mil en 2018 a USD 1,88 millones para el 2019. Para 2020 los inventarios alcanzaron los USD 4,95 millones, es decir un incremento con respecto al cierre de 2019 de USD 3,07 millones. Dicho incremento se da en base a las condiciones de mercado (mayor demanda) y la apertura

de nuevos establecimientos comerciales, por ende, una mayor necesidad de oferta. Dada la estrategia de la compañía de aperturas anuales de nuevos establecimientos la necesidad de mercaderías incrementará paulatinamente dentro de la proyección.

La compañía mantuvo 197 días de inventario el 2020, valor que incrementó desde los 45 días que hubo en 2018 ante el incremento de establecimientos realizado por la compañía y una necesidad de mercancías en stock. La estimación para los años siguientes mantuvo estos días en 184 lo que se considera apropiado para la actividad de COHERVI S.A. y coherente con el propio crecimiento de la compañía.



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.

Debido a la naturaleza del giro del negocio, las compañías que operan en el segmento de supermercados, como es el caso de COHERVI S.A., mantienen un rubro de propiedad, planta y equipo importante. La propiedad, planta y equipo dentro de balance consiste principalmente de los locales comerciales que mantiene la compañía dentro del rubro de edificios y de más de activos administrativos de la empresa. Los rubros de edificios e instalaciones presentaron las principales variaciones entre 2018 a 2020 destacándose un incremento total por USD 268 mil. Para el cierre de 2020 las principales variaciones frente al cierre de 2019 se dieron por la depreciación acumulada y la baja de equipos de computación y vehículos. Para septiembre de 2021, la propiedad, planta y equipo exhibió un incremento con respecto al cierre de 2020 en lo que se refiere a muebles y enseres y equipo de computación principalmente.

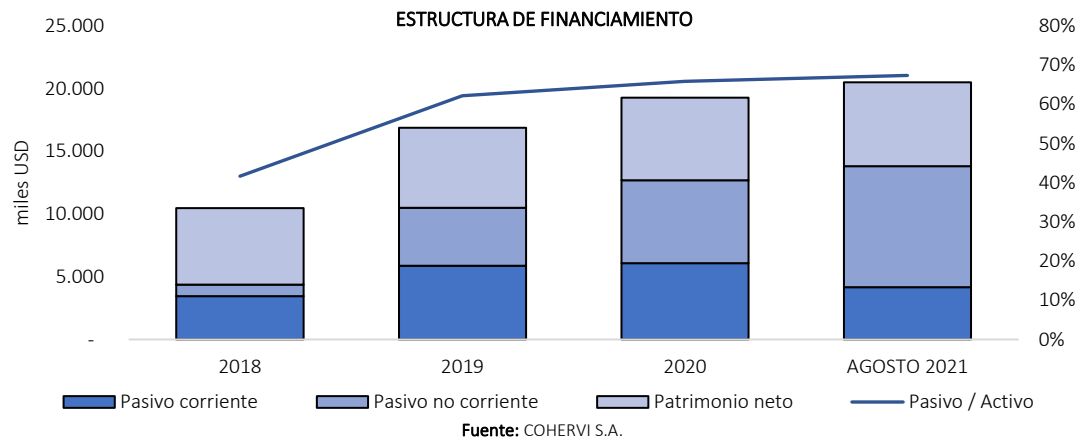
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	2018 (USD)	2019 (USD)	2020 (USD)
Edificios	2.753.038	3.043.038	3.043.038
Instalaciones	382.486	521.645	521.645
Muebles y enseres	297.208	297.208	302.554
Maquinaria y equipo	80.226	80.226	80.226
Equipo de computación	325.054	338.039	319.294
Vehículos	241.503	108.111	70.194
Otros activos fijos	555.642	555.643	566.236
Sub-Total	4.635.157	4.943.910	4.903.187
(-) Depreciación acumulada	-2.767.051	-2.840.061	-2.914.175
Total	1.868.107	2.103.848	1.989.013

Fuente: COHERVI S.A.

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

La actividad creciente de la compañía ha generado una mayor necesidad de financiamiento. Históricamente, COHERVI S.A. ha fondeado sus operaciones mediante tres fuentes principales: el crédito de proveedores en la compra de materia prima e insumos y otros bienes utilizados en las actividades productivas y comerciales de la compañía, créditos otorgados por varias entidades financieras y las obligaciones con el Mercado de Valores a partir de 2018. Cabe destacar que COHERVI S.A. supone un financiamiento con proveedores en rangos considerables, los cuales no le generan un costo financiero. Este financiamiento refleja la buena relación de la empresa con sus proveedores, además obedece a la estrategia implementada por parte de la compañía de pronto

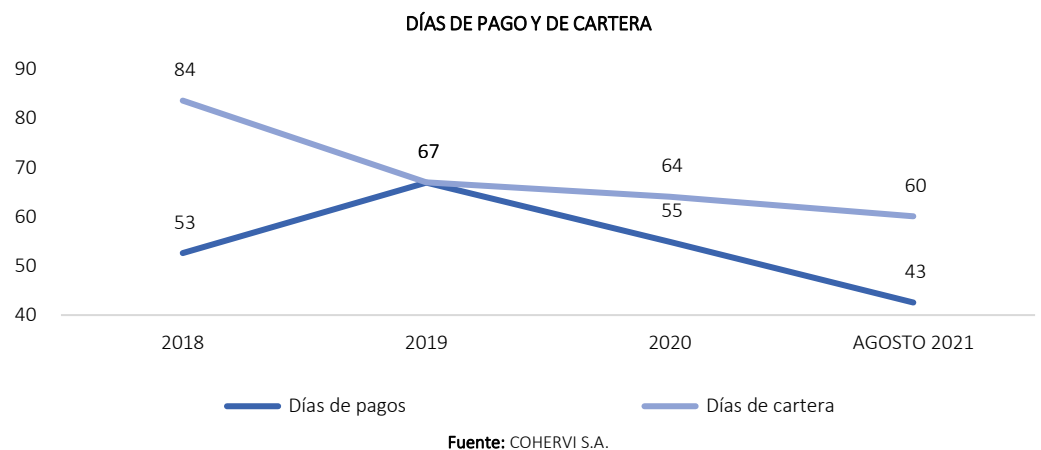
pago. Durante el periodo analizado el pasivo total se concentró en el corto plazo, con una participación promedio del 61%.



Entre 2018 y 2020, el pasivo total incrementó en un 191% (+USD 8,33 millones), producto principalmente del incremento de la deuda con el Mercado de Valores (USD 6,14 millones). Tal incremento permitió fundear adecuadamente la compra de inventarios, adicionalmente le permitió implementar nuevas estrategias de políticas de crédito con el fin de incentivar a sus clientes en especial a los mayoristas. La deuda financiera, es decir aquella con costo incrementó su porcentaje frente al total de pasivos de forma paulatina, pasando del 58% en 2018 a 74% en 2020, destacándose así las inversiones realizadas por la compañía durante 2020, principalmente en inventarios, y las fuentes de fondeo obtenidas para este.

La deuda neta de la empresa, es decir la deuda con costo financiero menos el efectivo disponible, tuvo una evolución creciente durante el periodo 2018 – 2020. En 2020 alcanzó su nivel máximo (USD 8,62 millones) empujada por la colocación de valores correspondientes al Primer Programa de Papel Comercial.

Como se indicó, el nivel de apalancamiento operativo se evidencia en el crecimiento de las emisiones de obligaciones durante el periodo en análisis, las cuales aparecen a partir de 2018 con la Primera Emisión de Obligaciones, pasando de USD 1,78 millones en 2018 a USD 7,92 millones en 2020. Adicionalmente, la compañía mantuvo niveles de cuentas por pagar a proveedores similares en el histórico. COHERVI S.A. mantiene relaciones óptimas con sus proveedores, lo cual le permite financiar una parte importante de sus operaciones mediante recursos que no le generan un costo financiero. Los ya referidos días promedio de pago a proveedores (55) al cierre de 2020 y de 36 en la proyección corresponden a las políticas establecidas por la compañía, que cumple puntualmente con el pago de cuentas por pagar, adicionalmente del cambio de estrategia de parte de la compañía para la optimización del costo, a través de descuentos en mercancía comprada por pronto pago. De esta manera, el periodo de recuperación de cartera que fue superior al periodo de pago a proveedores en 2020, dada la estrategia de la compañía, sin embargo, no afecta el calce en los flujos de la empresa.



Por otro lado, el patrimonio de la compañía pasó de financiar el 58,33% de los activos en 2018 a financiar el 34,14% de los activos en 2020, por el fuerte incremento de los activos para este periodo (cuentas por cobrar comerciales de largo plazo), y el 39% promedio en la proyección. El patrimonio se incrementa debido a los buenos resultados de la compañía y al no reparto de dividendos durante el período bajo análisis. Tal política se mantuvo en la proyección lo que, junto al descenso en el pasivo por el ya comentado vencimiento de las obligaciones, provoca que se incremente la financiación del activo con recursos de los accionistas. Cabe mencionar que con fecha 05 de junio de 2020 se aprobó el aumento de capital por USD 1,62 millones capitalizado del rubro de aporte a futuras capitalizaciones que mantenía la compañía alcanzando un capital social de USD 3,62 millones.

De igual forma, con lo antes expuesto, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía mantiene una adecuada posición frente a sus clientes y proveedores, siendo una empresa referente dentro del sector al cual pertenece y en ubicación geográfica, manteniendo un importante poder de negociación. A través de su orientación comercial y operativa, pretende mantenerse como referente del sector en el que desarrolla sus actividades.

PERFIL PROYECTADO

PROYECCIONES DE GLOBALRATINGS

Las premisas de la proyección de la situación financiera de COHERVI S.A. durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis se basan en los resultados reales de la compañía, en el comportamiento histórico durante el periodo analizado y en los resultados a septiembre de 2021 que permiten aproximar lo que podrían ser los resultados a diciembre de 2021. En el caso puntual de COHERVI S.A. se considera que la emergencia sanitaria que provocó contracciones en crecimiento para la mayor parte de sectores económicos a nivel nacional e internacional y a la luz de los resultados obtenidos no afectó al sector comercial de *retail* al que la empresa pertenece adicionalmente al buen manejo y prestigio de la empresa.

PREMISAS	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	REAL			PROYECTADO					
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	10.134	9.074	11.502	10%	5%	5%	5%	5%	5%
Costo de ventas y producción	78%	80%	79%	78%	78%	78%	78%	78%	78%
Gasto de ventas	-9%	-15%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%
Cuentas por cobrar (CP)	23%	19%	18%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Cuentas por cobrar (LP)	25%	55%	47%	52%	52%	52%	52%	51%	51%
Provisiones	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Inventarios	12%	43%	55%	52%	52%	51%	51%	51%	51%
Cuentas por pagar (CP)	15%	19%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Cuentas por pagar (LP)	0%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

Fuente: COHERVI S.A.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. estresa las proyecciones realizadas por la compañía para analizar la capacidad de reacción en situaciones diferentes a las proyectadas por la empresa. Las proyecciones originales y actualizadas discutidas en párrafos anteriores no son determinantes en la metodología de proyección, sino que se utilizan como un insumo más. De esta manera se proyecta un escenario con ventas al alza de acuerdo con la tendencia reflejada en 2020, aún bajo una tasa de crecimiento conservador frente a la original y un costo de ventas favorable al registrado a diciembre de 2020. Se asume una tendencia en gastos de administración y ventas que responde a la continuación de las políticas de control de gastos seguida por la empresa. Las cuentas por cobrar se proyectan en porcentajes inferiores a los de 2020 y se asume una estabilidad en los días de inventarios manteniendo variaciones ligadas al comportamiento de las ventas, por lo que su participación se mantiene igual a la reportada en 2020.

Los índices financieros seleccionados fueron determinados en base al estudio del poder explicativo de cada uno de manera independiente, y en su conjunto, sobre la capacidad financiera de la empresa en análisis. Los índices de liquidez, endeudamiento y solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio, tanto históricos como proyectados.

La proyección da como resultado un índice superior a la unidad para los años siguientes. Tomando en cuenta la colocación del Segundo Programa de Papel Comercial para el 2021 hacen que la proporción de pasivos corrientes

sobre el total de pasivos incrementalmente considerablemente hacia el 2021, manteniéndose para el 2022 y finalmente disminuyéndose hacia el 2023. La empresa, gracias a un adecuado nivel de efectivo disponible, tanto histórico como proyectado, y a los movimientos anotados, presenta una liquidez óptima para hacer frente a sus obligaciones, tomando en cuenta al sector al cual pertenece.

De esta manera, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía COHERVI S.A. mantiene una liquidez adecuada que le permite hacer frente de manera oportuna a los vencimientos de sus obligaciones, así como a shocks externos bajo un escenario de estrés.

Los índices seleccionados demuestran que la empresa se encuentra bien capitalizada y todos los indicadores, proyectados demuestran una tendencia favorable. En efecto, la proporción del activo que es financiada por pasivos mantiene una proyección del 61% al 2026 manteniendo una estabilidad en los años analizados, lo que indica el buen nivel de capitalización de la compañía. Esta evolución se da en respuesta a las inversiones futuras por la compañía, las que incidirán niveles de endeudamiento bancario y con el Mercado de Valores, el que se espera disminuya una vez que los distintos proyectos den réditos. Es así como la deuda financiera, es decir aquella con costo mantiene una relación frente a los pasivos proyectados del 74% el 2026. Por su parte el porcentaje de activos financiados con deuda de largo plazo, índice que incrementa producto de la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones en el 2019 y sus propias características con pagos semestrales y periodos de gracia para sus clases. Para 2020 y de acuerdo con las inversiones realizadas en inventarios, la compañía obtuvo recursos de Banco Bolivariano C.A., préstamos concentrados principalmente en el largo plazo, por lo que esta relación entre pasivos de largo plazo y activos totales incremento considerablemente. Se espera que para periodos futuros disminuya esta relación producto de la amortización de capital de la Segunda Emisión de Obligaciones y de los préstamos obtenidos durante 2020. Todos los índices de solvencia analizados tienen como corolario una óptima relación EBITDA sobre gastos financieros, índice que denota una cobertura de este tipo de gastos más que suficiente con el EBITDA disponible, situación que se mantiene en todos los años proyectados. Desde el punto de vista de solvencia, la situación de COHERVI S.A. es adecuada.

COHERVI S.A. es una empresa que se caracteriza por la generación de resultados consistentemente positivos. Se estima que la utilidad bruta se mantendrá en niveles estables durante el periodo de vigencia de la Emisión, alcanzando el 22% de las ventas, lo que le permite retener una cantidad suficiente de ingresos para cubrir los gastos ordinarios de la operación. Tomando en cuenta el incremento del gasto financiero para la proyección, indica que el rendimiento de la utilidad neta sobre patrimonio fluctuará entre el 3% y 8% tomando en cuenta el escenario de estrés que se realiza. Rendimientos de esa naturaleza son muy buenos para cualquier empresa y constituyen un fiel reflejo de las adecuadas políticas de gestión de la compañía.

Como se mencionó, el análisis del perfil financiero incluye, además de los índices calculados reseñados en párrafos anteriores, el estudio de otros parámetros que permiten dar una visión más global de la capacidad de pago de la empresa.

La deuda neta de la empresa, es decir la deuda con costo financiero menos el efectivo disponible, para el 2020 alcanzó su nivel máximo (USD 8,62 millones) empujada por la colocación de valores correspondientes al Primer Programa de Papel Comercial. De ahí en adelante, se proyecta la renovación la deuda con entidades financieras de corto plazo, además de la adquisición de nuevos préstamos a entidades financieras, mientras que la deuda con el Mercado de Valores se mantendrá en valores estables en el pasivo corriente de acuerdo con renovaciones en el Papel Comercial por montos similares a los emitidos históricamente, así como la colocación del Segundo Programa de Papel Comercial y la Tercera Emisión de Obligaciones para el 2021. Se proyecta la amortización progresiva de la Primera y Segunda Emisión de Obligaciones, concentrándose cada vez más en el corto plazo. La proyección resulta de una estabilidad de la deuda neta alcanzando los USD 8,89 millones para el 2021 ante la renovación de nuevos créditos con entidades financieras para seguir con variaciones marginales en el futuro hasta los USD 9,40 millones en 2026. El comportamiento corresponde a la necesidad continua de financiamiento para la estrategia de expansión que mantiene la empresa, con la apertura de nuevos locales de autoservicios.

Los Estados Financieros históricos y proyectados revelan que la compañía ha presentado flujos negativos mediante sus actividades operativas dado el propio crecimiento que demuestra la compañía en el periodo de

análisis. Para la proyección, aún bajo escenarios estresados y teniendo en cuenta la situación que atraviesa el país, la compañía se estima genere flujos operativos positivos a partir de 2021. Como se explicó anteriormente, COHERVI S.A. mantuvo niveles incrementales de deuda que se esperan se mantengan durante la vigencia de la Emisión coherente con el propio crecimiento de la compañía y la necesidad de financiamiento. En consecuencia, los años necesarios para su pago con EBITDA se mantienen con una reducción constante durante la proyección. Por su parte, los años necesarios para su pago con Flujo Libre de Efectivo, tomando en cuenta que para los años anteriores se presentaron negativos dado el propio giro de negocio de la compañía, no se presentaban valores. Al presentarse un flujo de operación positivo, la relación presenta indicadores altos, coherente con los bajos niveles de flujo. El servicio de la deuda que tenía valores de USD 2,69 millones en 2020, presentan un importante incremento en las proyecciones por obligaciones emitidas de corto plazo, específicamente el Primer Programa de Papel Comercial aprobado en 2020 y el Segundo Programa de Papel Comercial emitido en marzo de 2021. La razón de cobertura (utilidades operativas y depreciación sobre el servicio) que siempre se mantuvieron superior a la unidad dado el bajo monto del servicio de la deuda que mantenían la compañía, se proyectan que disminuyan fruto de los instrumentos de Papel Comercial que mantiene vigente, aun así, la compañía presenta en capacidad de hacer frente al pago de sus obligaciones de corto plazo. Finalmente, la compañía mantiene una necesidad operativa de fondos positiva y creciente dentro de la proyección, consecuente con el propio crecimiento del negocio, aumentando consistentemente los niveles de inventarios y cuentas por cobrar, además de la propia estrategia de la compañía de pronto pago con sus proveedores, manteniendo cuentas por pagar bajas durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis.

CATEGORÍA DE

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.

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

El Informe de Calificación de Riesgos de la Tercera Emisión de Obligaciones de 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

ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	SEPTIEMBRE 2020	SEPTIEMBRE 2021
	REAL			PROYECTADO						INTERANUAL	
ACTIVO	10.487	16.892	19.283	22.842	22.156	20.871	21.318	22.776	24.036	19.226	19.826
ACTIVO CORRIENTE	3.579	7.308	9.371	11.777	10.806	9.219	9.348	10.512	11.382	9.330	10.194
Efectivo y equivalentes al efectivo	194	1.886	717	3.658	2.350	465	228	1.009	1.447	1.308	1.969
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	2.353	1.688	2.047	2.151	2.258	2.371	2.490	2.614	2.745	2.034	1.986
Inventarios	988	3.080	4.948	5.132	5.362	5.549	5.798	6.057	6.360	3.848	5.081
Otros anticipos entregados	-	480	480	465	465	465	465	465	465	480	432
Otros activos corrientes	44	174	1.179	372	371	370	368	367	366	1.660	727
ACTIVO NO CORRIENTE	6.907	9.584	9.913	11.065	11.351	11.652	11.969	12.264	12.653	9.897	9.632
Propiedades, planta y equipo	4.635	4.944	4.903	5.001	5.101	5.203	5.307	5.414	5.522	4.927	3.097
Terrenos	2.479	2.479	2.479	2.479	2.479	2.479	2.479	2.479	2.479	2.479	2.122
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(2.767)	(2.840)	(2.914)	(3.026)	(3.137)	(3.248)	(3.360)	(3.471)	(3.582)	(2.889)	(1.844)
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados LP	2.561	5.002	5.445	6.611	6.908	7.218	7.543	7.843	8.235	5.380	6.257
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PASIVO	4.370	10.512	12.700	16.018	15.083	13.535	13.465	14.260	14.717	12.700	13.096
PASIVO CORRIENTE	3.446	5.889	6.098	9.025	12.867	9.969	6.641	7.119	10.546	4.797	2.972
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	1.162	1.343	1.380	1.480	1.554	1.632	1.714	1.799	1.889	1.225	1.071
Obligaciones con entidades financieras CP	600	580	391	330	673	1.519	2.149	2.108	1.571	66	124
Obligaciones emitidas CP	1.110	1.979	2.642	5.529	8.953	5.132	1.092	1.525	5.400	1.699	1.188
Otras cuentas por pagar	324	1.675	1.487	1.487	1.487	1.487	1.487	1.487	1.487	1.569	277
Otros pasivos corrientes	251	312	199	199	199	199	199	199	199	237	312
PASIVO NO CORRIENTE	924	4.623	6.602	6.993	2.217	3.566	6.825	7.141	4.171	7.904	10.124
Obligaciones con entidades financieras LP	139	396	1.022	692	869	2.849	3.400	2.542	971	396	734
Obligaciones emitidas LP	667	3.922	5.280	6.001	1.048	417	3.125	4.300	2.900	7.208	9.090
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas LP	-	290	290	290	290	290	290	290	290	290	290
Otros pasivos no corrientes	118	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Otros pasivos no corrientes	-	5	0	-	-	-	-	-	-	-	-
PATRIMONIO NETO	6.116	6.380	6.583	6.824	7.073	7.337	7.852	8.517	9.319	6.526	6.730
Capital suscrito o asignado	2.000	2.000	3.617	3.617	3.617	3.617	3.617	3.617	3.617	3.617	3.617
Aportes para futuras capitalizaciones	1.617	1.617	0	0	0	0	0	0	0	0	-
Resultados acumulados por adopción por primera vez NIIF	1.648	1.648	1.648	1.648	1.648	1.648	1.648	1.648	1.648	1.648	1.648
Ganancias o pérdidas acumuladas	190	627	865	1.068	1.288	1.523	1.770	2.268	2.913	865	1.048
Ganancia o pérdida neta del periodo	486	264	203	220	235	248	498	645	781	146	147
Otras cuentas patrimoniales	175	224	250	270	285	301	319	338	360	250	270

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	SEPTIEMBRE 2020	SEPTIEMBRE 2021
	REAL			PROYECTADO						INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias	10.134	9.074	11.502	12.652	13.284	13.949	14.646	15.378	16.147	9.006	9.419
Costo de ventas y producción	7.953	7.225	9.045	9.868	10.362	10.880	11.424	11.995	12.595	7.250	7.017
Margen bruto	2.181	1.849	2.457	2.783	2.923	3.069	3.222	3.383	3.552	1.756	2.402
(-) Gastos de administración	(527)	(379)	(429)	(386)	(405)	(426)	(447)	(469)	(493)	(314)	(340)
(-) Gastos de ventas	(925)	(1.337)	(1.026)	(1.170)	(1.229)	(1.290)	(1.355)	(1.422)	(1.494)	(778)	(879)
(+) Otros ingresos operacionales	-	708	177	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad operativa	730	842	1.178	1.227	1.288	1.353	1.420	1.491	1.566	664	1.183
(-) Gastos financieros	(265)	(463)	(852)	(1.040)	(1.086)	(1.139)	(823)	(672)	(543)	(569)	(1.115)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	297	36	1	158	166	174	183	192	202	134	162
Utilidad antes de participación e impuestos	762	414	327	345	368	388	781	1.012	1.225	229	231
(-) Participación trabajadores	(114)	(62)	(49)	(52)	(55)	(58)	(117)	(152)	(184)	(34)	(35)
Utilidad antes de impuestos	648	352	278	294	313	330	664	860	1.041	194	196
(-) Gasto por impuesto a la renta	(162)	(88)	(75)	(73)	(78)	(83)	(166)	(215)	(260)	(49)	(49)
Utilidad neta	486	264	203	220	235	248	498	645	781	146	147
EBITDA	863	915	1.289	1.338	1.400	1.464	1.532	1.603	1.677	707	1.277

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MILES USD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	REAL			PROYECTADO					
Flujo Actividades de Operación	(442)	(106)	(3.188)	(198)	(214)	(172)	0	159	158
Flujo Actividades de Inversión	204	(309)	3	(98)	(100)	(102)	(104)	(106)	(108)
Flujo Actividades de Financiamiento	379	2.106	2.015	3.238	(994)	(1.610)	(133)	728	388
Saldo Inicial de Efectivo	54	194	1.886	717	3.658	2.350	465	228	1.009
Flujo del Período	141	1.691	(1.169)	2.941	(1.308)	(1.884)	(237)	781	438
Saldo Final de Efectivo	194	1.886	717	3.658	2.350	465	228	1.009	1.447

ÍNDICES	TIPO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
		REAL			PROYECTADO					
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	L	1,04	1,24	1,54	1,30	0,84	0,92	1,41	1,48	1,08
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	L	0,79	0,56	0,48	0,56	0,85	0,74	0,49	0,50	0,72
Pasivos Totales / Activos Totales	S	0,42	0,62	0,66	0,70	0,68	0,65	0,63	0,63	0,61
Deuda Financiera / Pasivos Totales	S	0,58	0,65	0,74	0,78	0,77	0,73	0,73	0,73	0,74
Deuda LP / Activos Totales	S	0,08	0,26	0,33	0,29	0,09	0,16	0,31	0,30	0,16
EBITDA / Gastos Financieros	S	3,26	1,97	1,51	1,29	1,29	1,29	1,86	2,38	3,09
Utilidad Operacional / Ventas	R	0,07	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Margen Bruto / Ventas	R	0,22	0,20	0,21	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
Utilidad Neta / Patrimonio	R	0,08	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,06	0,08	0,08

DEUDA NETA (MILES USD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	SEPTIEMBRE 2020	SEPTIEMBRE 2021
	REAL			PROYECTADO							INTERANUAL
Obligaciones con entidades financieras CP	600	580	391	330	673	1.519	2.149	2.108	1.571	66	124
Obligaciones emitidas CP	1.110	1.979	2.642	5.529	8.953	5.132	1.092	1.525	5.400	1.699	1.188
Obligaciones con entidades financieras LP	139	396	1.022	692	869	2.849	3.400	2.542	971	396	734
Obligaciones emitidas LP	667	3.922	5.280	6.001	1.048	417	3.125	4.300	2.900	7.208	9.090
Subtotal deuda	2.516	6.876	9.335	12.552	11.543	9.917	9.766	10.475	10.842	9.369	11.136
Efectivo y equivalentes al efectivo	194	1.886	717	3.658	2.350	465	228	1.009	1.447	1.308	1.969
Deuda neta	2.321	4.991	8.618	8.894	9.194	9.452	9.538	9.466	9.395	8.060	9.167

INDICADORES	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	REAL			PROYECTADO					
Deuda neta (miles USD)	2.321	4.991	8.618	8.894	9.194	9.452	9.538	9.466	9.395
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(442)	(106)	(3.188)	(198)	(214)	(172)	0	159	158
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	2.179	3.135	5.326	5.512	5.776	5.998	6.284	6.583	6.926
Años de pago con EBITDA (APE)	2,7	5,5	6,7	6,6	6,6	6,5	6,2	5,9	5,6
Años de pago con FLE (APF)	-	-	-	-	-	-	99.817,6	59,7	59,4
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	710	287	2.694	414	4.595	10.300	7.246	2.904	2.729
Razón de cobertura de deuda DSCRC	1,22	3,19	0,48	3,23	0,30	0,14	0,21	0,55	0,61

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

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

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

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

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

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.