

CALIFICACIÓN:

| | |
|------------------------------------|---------------------------------|
| Primer Programa Papel Comercial | AA |
| Tendencia | + |
| Acción de calificación | Revisión |
| Metodología | Calificación de Obligaciones |
| Fecha última calificación | Mayo 2020 |

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.

| FECHA | CALIFICACIÓN | CALIFICADORA |
|----------------------|--------------|---------------|
| Calificación inicial | AA (+) | GlobalRatings |

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

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

CONTACTO

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

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para el Primer Programa de Papel Comercial COHERVI S.A. en comité No. 338-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 27 de noviembre de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha septiembre de 2020. (Resolución Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020- 00003478 con fecha 12 de junio de 2020, por un monto de hasta USD 4.000.000,00).

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.
- En el contexto de la emergencia actual, COHERVI S.A. mantiene abiertas y en operación dada su principal actividad, supermercados, que se han llevado a cabo con relativa normalidad, en cumplimiento con normas de seguridad y limpieza tanto para el personal como para las instalaciones. Dado el segmento en el cual se encuentra COHERVI S.A., a pesar de la crisis sanitaria que afecta al país, sus ventas se han visto incrementadas con respecto a lo reportado el año pasado, proyectando un crecimiento sostenido para el 2020 que se mantendrá a través de la correcta implementación de sus procesos y políticas.
- Las garantías que respaldan la emisión se han cumplido cabalmente, generando una cobertura adecuada sobre límites preestablecidos. La compañía ha cumplido con las obligaciones puntualmente sin presentar retrasos en los pagos de las obligaciones emitidas.

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 buenos niveles de ingresos durante el periodo analizado (2017 – 2019) con variaciones crecientes. El comparativo interanual a septiembre de 2020, aun cuando las actividades económicas a nivel nacional se vieron restringidas por la emergencia sanitaria la empresa demuestra crecimiento. 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 en la participación del costo de ventas en el periodo 2017 - 2019, sin embargo, a través de estrategias enfocadas a la optimización del costo de ventas le ha permitido disminuir dicha participación en lo que va el 2020 y la que se espera se mantenga para los años siguientes.

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 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 superan la unidad para el 2019 se han presentado dentro de lo establecido en el periodo de estudio.

| RESULTADOS E INDICADORES | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | SEPTIEMBRE 2019 | SEPTIEMBRE 2020 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|------------|------------|------------|--------------------|--------------------|
| | Actual | Actual | Actual | Proyectado | Proyectado | Proyectado | Interanual | Interanual |
| Ingresos de actividades ordinarias | 7.062 | 10.134 | 9.074 | 12.538 | 13.165 | 13.824 | 8.125 | 9.006 |
| Utilidad operativa | 129 | 730 | 842 | 980 | 1.211 | 1.409 | 145 | 664 |
| Utilidad neta | 223 | 486 | 264 | 242 | 462 | 461 | 131 | 146 |
| EBITDA | 393 | 863 | 1.040 | 1.199 | 1.451 | 1.674 | 245 | 707 |
| Deuda Neta | 966 | 2.321 | 4.991 | 7.344 | 7.206 | 7.199 | 3.158 | 6.825 |
| Flujo Libre de Efectivo (FLE) | (432) | (442) | (106) | (2.292) | 334 | 204 | - | - |
| Necesidad Operativa de Fondos | 2.588 | 2.179 | 2.223 | 5.147 | 5.398 | 5.668 | 1.927 | 4.656 |
| Servicio de Deuda (SD) | 37 | 710 | 287 | 795 | 7.034 | 5.758 | 344 | 262 |
| Razón de Cobertura de Deuda DSCRC | 10,58 | 1,22 | 3,62 | 1,51 | 0,21 | 0,29 | 0,7 | 2,7 |
| Capital de Trabajo | 1.817 | 133 | 1.419 | 19 | 17 | 3.353 | 851 | 4.533 |
| ROE | 3,95% | 7,94% | 4,14% | 3,64% | 6,47% | 6,03% | 2,79% | 2,98% |
| Apalancamiento | 0,58 | 0,71 | 1,65 | 1,99 | 1,56 | 1,42 | 1,00 | 1,95 |
| Z de Altman Comercio y Servicios | 3,252 | 2,080 | 1,644 | 1,011 | 1,325 | 2,723 | 1,743 | 2,465 |

Tabla 1: Resultados e indicadores.

Fuente: COHERVI S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las premisas de la proyección de la situación financiera de COHERVI S.A. para el periodo 2020 - 2024 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 han contribuido a que la compañía mantenga sus operaciones con relativa normalidad. Por lo tanto, en un escenario conservador y tomando en cuenta que la compañía se ha visto favorecida, para 2020 se proyecta un incremento de las ventas respecto de 2019 (38%) para retomar un crecimiento estable (5%) en los años siguientes. En lo que respecta al del costo de ventas, se proyecta una participación sobre ventas del 81% y decreciente 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 6% en la proyección y con niveles de deuda neta que se estima se mantengan similares en el futuro. La proyección arroja como resultado excelentes indicadores financieros, con un capital de trabajo que crece exponencialmente a partir del 2022 ante la fuerte baja de obligaciones de corto plazo, 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. En este contexto la compañía ha demostrado las fortalezas ya señaladas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración. Si bien las operaciones se han reducido debido a las medidas gubernamentales de circulación de personas en horarios restringidos, la Compañía ha continuado su atención a clientes en los distintos puntos de venta debido a que comercializa productos de primera necesidad para el consumo de la población que forman parte de la canasta básica; por lo cual, las líneas de distribución han operado de manera regular.

En lo que respecta a los segmentos distintos a supermercado, podría existir cierta disminución de ingresos. No obstante, considerando que parte de estos segmentos son cíclicos, la expectativa de la Administración es que, luego de la emergencia sanitaria, los niveles de consumo lleguen a niveles deseados.

FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 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 que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, el Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno. Asimismo, la compañía ha adaptado sus políticas de crédito para prevenir el riesgo de crédito en sus operaciones con los clientes.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio y una adecuada diversificación entre proveedores locales y del exterior que permite mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información; la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, para proteger la información, así como mediante aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir, para así 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 todos los activos libres de gravamen. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantiene sobre los activos contratada con Latina Seguros C.A. por un monto de USD 9.427.945 hasta octubre de 2021.
- Al ser el 20,01% 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. Debido a la crisis sanitaria que atraviesa el país y la consecuente incertidumbre económica, varios clientes reflejan retrasos en sus pagos. La compañía espera que esa tendencia se mantenga durante al menos los próximos tres meses. Para mitigar este riesgo, se encuentra gestionando plazos de crédito con algunos proveedores para equiparar los flujos de caja. Es importante destacar que los ingresos por cuentas por cobrar sufrirán algún retraso pero dado el tipo de clientes y su experiencia anterior, estas cuentas serán canceladas en fecha posterior.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

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

INSTRUMENTO

| PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL | | | | | |
|---|--|---------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|--|
| Monto Emisión | USD 4.000.000,00 | | | | |
| Características | CLASES Clase A | MONTO 4.000.000 | PLAZO EMISIÓN 360 días | PLAZO INSTRUMENTO 720 días | PAGO DE CAPITAL Al vencimiento |
| Garantía | Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores | | | | |
| Destino de los recursos | Los recursos a captar serán para pagar pasivos con costo reduciendo 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 para tiendas pequeñas y nuevos negocios con el fin de incentivar a sus clientes. | | | | |
| Estructurador financiero y agente colocador | Metrovalores Casa de Valores S.A. | | | | |
| Agente pagador | Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador. | | | | |
| 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 de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. | | | | |
| Límite de endeudamiento | Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias, la compañía COHERVI S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el OCHENTA POR CIENTO (80%) de los Activos de la empresa, todo esto en defensa de los intereses de los Obligacionistas. | | | | |

Tabla 2: Resumen instrumento.

Fuente: Metrovalores Casa de Valores S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Al momento del análisis se evidenció el cumplimiento de los resguardos y del límite de endeudamiento.

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Primer Programa de Papel Comercial 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

EXPECTATIVAS DE RECESIÓN

La economía mundial se contraerá significativamente durante 2020 como consecuencia directa de la emergencia sanitaria, así como de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. El impacto económico de la pandemia a nivel mundial fue peor al anticipado durante el primer semestre de 2020, y se espera una recuperación más lenta de la prevista inicialmente debido a las medidas persistentes de distanciamiento social, a cuarentenas más prolongadas en ciertas economías, y al fuerte golpe a la actividad productiva. Consecuentemente, el Fondo Monetario Internacional redujo su proyección de crecimiento de la economía mundial en 1,9 puntos porcentuales¹ con respecto a las previsiones presentadas en abril². Se espera, con un elevado grado de incertidumbre, una recuperación a partir de 2021.

| CRECIMIENTO | FUENTE | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------------------------------------|---------------------------|---------|---------|---------|------------|-------|
| | | Real | | | Proyectado | |
| Economía mundial | FMI | 3,87% | 3,60% | 2,90% | -4,90% | 5,40% |
| Economías avanzadas | FMI | 2,51% | 2,20% | 1,70% | -8,00% | 4,80% |
| Economías emergentes | FMI | 4,83% | 4,50% | 3,70% | -3,00% | 5,90% |
| América Latina | FMI | 1,30% | 1,10% | 0,10% | -9,40% | 3,70% |
| | Banco Mundial | 1,90% | 1,70% | 0,80% | -7,20% | 2,80% |
| Ecuador | FMI | 2,37% | 1,29% | 0,05% | -10,90% | 6,30% |
| | Banco Mundial | 2,40% | 1,30% | 0,10% | -7,40% | 4,10% |
| | Banco Central del Ecuador | 2,37% | 1,29% | 0,05% | -8,14%* | |
| Ecuador PIB Nominal (millones USD) | Banco Central del Ecuador | 104.296 | 107.562 | 107.436 | 96.512 | |
| Ecuador PIB Real (millones USD) | Banco Central del Ecuador | 70.956 | 71.871 | 71.909 | 66.057 | |

*Las estimaciones del Banco Central del Ecuador contemplan tres posibles escenarios de decrecimiento en un rango de -7,29% a -9,59%. La estimación de -8,14% resulta de un escenario medio/moderado.

Tabla 3: Evolución y proyecciones de crecimiento.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Central del Ecuador. **Elaboración:** Global Ratings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas durante 2020¹, alcanzando probablemente la peor recesión económica de las últimas décadas. Según la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto del mundo³. Durante los últimos cinco años el desempeño económico de la región fue pobre, y se verá golpeado por el impacto significativo del virus sobre los sistemas de salud de la región, la disminución en la actividad de sus socios comerciales, la caída en los precios de los productos primarios, la interrupción en las cadenas de suministro, la menor demanda de turismo y el empeoramiento de las condiciones financieras globales.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities⁴. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión, y se acentuó para 2016 producto del terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva⁵. La economía ecuatoriana se recuperó a partir de 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 la economía se vio afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como por los disturbios sociales, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento⁶. Los datos del primer trimestre de 2020 reflejan una caída -2,4% en el PIB nacional, señal de que la economía presentaba problemas relacionados con el deterioro en los niveles de inversión, incluso antes de la llegada de la pandemia⁴.

Actualmente, las previsiones de crecimiento de organismos multilaterales, así como del Banco Central del Ecuador, se han revisado significativamente a la baja, en función del fuerte brote de la pandemia a inicios de la emergencia, la caída en el precio del crudo, la complicada situación fiscal y las medidas de confinamiento adoptadas. Ecuador será la tercera economía con peor desempeño en el continente americano, precedida por Venezuela (-15,0%) y Perú (-13,9%).

¹ Fondo Monetario Internacional. (2020, junio). *World Economic Outlook Update: A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery*. Washington D.C.

² Fondo Monetario Internacional. (2020, abril). *World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown*. 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*.

⁴ Banco Central del Ecuador. (2020, junio). *Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 111*.

⁵ Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Ecuador*.

⁶ El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html>

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO

La paralización económica a nivel mundial, el exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes generaron un desplome de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses del año, llegando incluso a cotizarse en valores negativos durante el mes de abril⁷. La reactivación de ciertas economías a nivel mundial y los recortes en la producción que redujeron los niveles internacionales de existencias impulsaron una recuperación en los precios del crudo a partir de agosto de 2020. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 40 por barril.

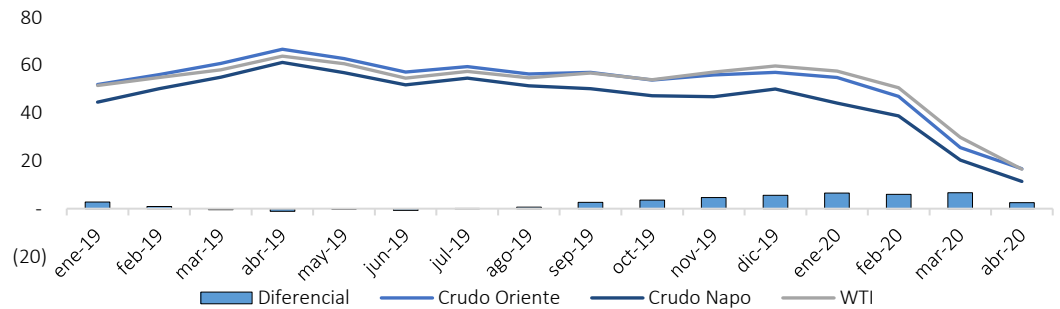


Gráfico 1: Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Para abril de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano se redujo en 36,42% con respecto al mes de marzo⁸. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano mantuvo una tendencia creciente a partir de agosto de 2019, pero se redujo para abril de 2020 en función de la caída drástica del precio en mercados internacionales⁸. La recuperación de los precios es fundamental para la venta local, considerando que el costo promedio de producción es de USD 23 por barril⁹.

Las exportaciones petroleras entre enero y abril de 2020 cayeron en 44,7% frente al mismo periodo de 2019, producto del deterioro de los precios. Adicionalmente, en abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional¹⁰, obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de agosto, pero se suspendieron nuevamente a mediados de junio por medidas preventivas. Considerando que la proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones¹¹.

CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, en respuesta a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente¹², que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, pero en 2019, una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios (USD 724 millones por encima de la recaudación real¹³) y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, incrementó el monto del déficit fiscal.

Si bien la recaudación tributaria alcanzó un máximo al cierre de 2019, para los meses de enero a agosto de 2020 se contrajo debido al deterioro en los niveles de ventas, y al diferimiento en los pagos del impuesto a

⁷ BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia.* <https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339>

⁸ Banco Central del Ecuador. (2020, agosto). *Información Estadística Mensual No. 2019– Agosto 2020.*

⁹ El universo. (2020, marzo). *Precio del petróleo ecuatoriano está por debajo del costo de producción.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/19/nota/7787340/petroleo-crudo-ecuador-precio-produccion-crisis-economica>

¹⁰ El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

¹¹ Primicias. (2020, abril). *El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios.* <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/>

¹² 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>

¹³ Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019.*

la renta. La paralización económica repercutirá en una menor recaudación en 2020, definida por la duración de las medidas restrictivas y su efecto sobre la capacidad productiva en el periodo de reactivación. El Ministerio de Finanzas estima una caída de USD 1.862 millones en los ingresos tributarios para 2020 que, junto con la caída en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una baja de USD 7.036 millones en los ingresos¹⁴. Se estima realizar un recorte en el presupuesto estatal para 2020 por USD 5.000 millones. No obstante, se prevé un déficit de más de USD 13.000 millones al término de este año¹⁵.

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública en los últimos años, superando el límite máximo permitido por ley. En 2019 la deuda pública creció en función de la emisión de bonos en mercados internacionales y del financiamiento con multilaterales, del cual el país se ha vuelto altamente dependiente durante la emergencia actual. Para agosto de 2020, la deuda pública incrementó en USD 1.237 millones, y se concentró en acreedores externos.

En 2019, se firmó un acuerdo con el FMI por USD 4.200 millones, para apoyar los objetivos del Plan de Prosperidad (2018-2021). A cambio, el Estado se comprometió a reducir la necesidad de financiamiento y la relación entre la deuda y el PIB. Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales para compensar el deterioro en la oferta y demanda agregada depende de financiamiento externo. Con fecha 29 de abril de 2020, se canceló el acuerdo de Servicio Ampliado de Fondos (Extended Fund Facility) con el FMI, y se solicitaron recursos bajo la modalidad de Instrumento de Financiamiento Rápido (Rapid Financing Instrument). Actualmente, el país está negociando un nuevo programa de financiamiento con el FMI con base en un plan económico. Durante la última semana de marzo, el Ministerio de Finanzas pagó USD 326 millones de deuda externa con el fin de conseguir acuerdos con acreedores internacionales para aplazar el pago de USD 811 millones de intereses hasta agosto de 2020¹⁶. En julio de 2020 se llegó a un acuerdo tentativo con los tenedores de bonos, con el que se pretende reducir el stock de deuda en USD 1.500 millones, incrementar en 10 años el plazo con 5 años de gracia para el pago de capital, y disminuir la tasa de 9,3% a 5,2%. Asimismo, se gestionaron recursos de organismos multilaterales para afrontar la emergencia, que hasta junio de 2020 totalizaron cerca de USD 1.805 millones. Con el objetivo de recortar el gasto, en agosto de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios, atada al comportamiento de los precios internacionales.

| INDICADORES FISCALES | PERIODO DE INFORMACIÓN | INDICADOR | VARIACIÓN INTERANUAL |
|---------------------------------------|------------------------|-----------|----------------------|
| Déficit fiscal (millones USD) | 2019 | -4.043,00 | 21,31% |
| Déficit fiscal (% PIB) | 2019 | -3,80% | -0,70% |
| Recaudación tributaria (millones USD) | 2019 | 14.268,53 | 2,81% |
| Recaudación tributaria (millones USD) | enero - agosto 2020 | 5.561,87 | -15,95% |
| Deuda pública (millones USD) | agosto 2020 | 58.418,30 | 4,85% |
| Deuda pública (% PIB) | agosto 2020 | 60,53% | 9,48% |
| Deuda interna (millones USD)* | agosto 2020 | 16.853,38 | 1,30% |
| Deuda externa (millones USD) | agosto 2020 | 41.564,92 | 6,36% |

Tabla 4: Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado.

Fuente: Ministerio de Finanzas; Elaboración: Global Ratings

PERCEPCIONES DE RIESGO SE DISPARAN

A partir de enero de 2020, el riesgo país de Ecuador presentó un comportamiento creciente, y se disparó tras el desplome en el precio del petróleo y el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria¹⁷. A la fecha del presente informe, el riesgo país cerró en 3.279 puntos, cifra que representa un incremento de 2.452 puntos en el transcurso de 2020. Ecuador mantiene el segundo índice más alto de América Latina, antecedido únicamente por Venezuela, cuyo riesgo país bordea los 29.000 puntos.

¹⁴ El Universo. (2020, abril). *Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de \$7000 millones de ingresos.*

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

¹⁵ El Tiempo. (2020, agosto). *Ecuador arrastra déficit fiscal desde el año 2009.* <https://www.eltiempo.com.ec/noticias/actualidad/10/ecuador-arrastra-deficit-fiscal-desde-el-ano-2009>

¹⁶ El Comercio. (2020, abril). *Ministro de Finanzas aclaró que Ecuador no fue el único país en pagar la deuda externa en medio de la pandemia.*

https://www.elcomercio.com/actualidad/ministro-finanzas-ecuador-pago-deuda.html#cxrecs_s

¹⁷ El Comercio. (2020, marzo). *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html>

Moody's bajó la calificación crediticia del Ecuador de B3 a CAA1, y a CAA3 con perspectiva negativa en abril de 2020, mientras que Fitch redujo la calificación del país cuatro veces durante el último mes, de CCC el 20 de marzo, a CC el 24 de marzo, a C el 09 de abril y a RD el 20 de abril, tras la solicitud y aprobación del diferimiento del pago de intereses, que constituye un mecanismo de intercambio de deuda insolvente¹⁸.

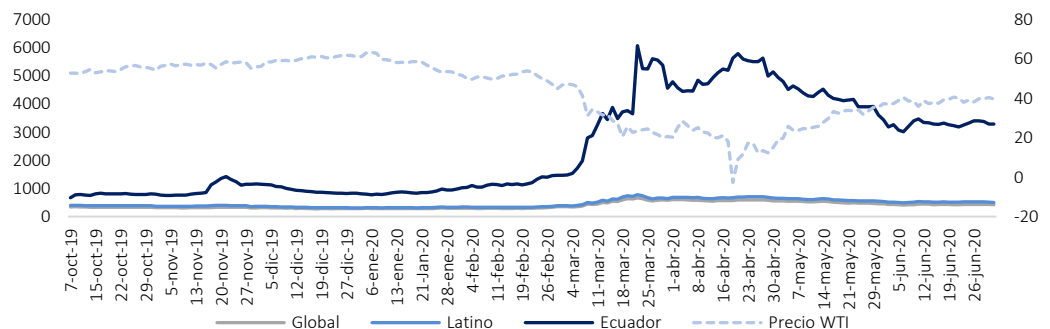


Gráfico 2: Evolución Riesgo País (EMBI).

Fuente: JPMorgan – BCRD; Elaboración: Global Ratings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región. Durante 2019, esta se contrajo en 34% y para el primer trimestre de 2020 se mantuvo estable con respecto al primer trimestre de 2019, con una disminución marginal de 3,39%. El 42,1% de la inversión extranjera directa se concentró en la explotación de minas y canteras (27% para el primer trimestre de 2020), mientras que los sectores de manufactura, agricultura, transporte y servicios concentraron el 11,4%, 10,4%, 10,5% y 9,8% de la inversión, respectivamente. Durante 2019, la inversión proveniente de la Comunidad Andina se contrajo en 68% con respecto a 2018 y totalizó USD 31,11 millones, la inversión de Estados Unidos se redujo en USD 19,34 millones (-20%) y los capitales europeos que ingresaron al país durante 2019 sumaron USD 369 millones, con una disminución de 23% con respecto a 2018¹⁹.

| INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.I |
|------------------------------|--------|--------|----------|--------|--------|
| Monto (millones USD) | 756,14 | 624,56 | 1.455,97 | 937,62 | 202,50 |
| % del PIB | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |

Tabla 5: Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

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

PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN

La Organización Mundial del Trabajo prevé una pérdida de 195 millones de empleos a nivel mundial a causa de las medidas de confinamiento que deterioran el capital empresarial. La informalidad en América Latina y el Caribe 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 47% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas, por lo que se estima un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza³.

| INDICADORES LABORALES | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Desempleo | 4,77% | 5,21% | 4,62% | 3,69% | 3,84% |
| Empleo adecuado | 46,50% | 41,19% | 42,26% | 40,64% | 38,85% |
| Subempleo | 14,01% | 19,87% | 19,82% | 16,49% | 17,79% |
| Empleo no remunerado | 7,66% | 8,39% | 9,00% | 9,95% | 10,92% |
| Otro empleo no pleno | 26,42% | 25,12% | 24,13% | 28,82% | 28,00% |

Tabla 6: Indicadores laborales Ecuador.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC); Elaboración: GlobalRatings

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro al cierre de 2019, con un incremento en el nivel de desempleo, una disminución en la tasa de empleo adecuado, un mayor porcentaje de subempleo y empleo no remunerado, y una tasa estable de empleo no pleno²⁰. Estos últimos grupos corresponden a los

¹⁸ Fitch Ratings. (2020, abril). Fitch Downgrades Ecuador to 'RD'. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ecuador-to-rd-20-04-2020>

¹⁹ Banco Central del Ecuador. (junio 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 71*.

²⁰ Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2019, diciembre). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo*.

trabajadores informales, por lo cual es previsible un deterioro en la calidad de vida de la población. Entre enero y agosto de 2020, las solicitudes del beneficio de desempleo al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social incrementaron en 18,3% frente al mismo periodo de 2019 y hasta junio de 2020 más de 245.000 personas fueron desvinculadas de la seguridad social²¹. Según cálculos oficiales, aproximadamente 508.000 personas podrían entrar en el desempleo durante 2020 y otras 233.000 entrarán en la informalidad.

Se estima que las condiciones económicas actuales ejercerán una presión a la baja sobre los niveles de inflación, debido a la caída en la demanda agregada y en los precios del petróleo¹. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio mundial, en 6,20% para 2020 y en 5,90% para 2021², impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina.

| INFLACIÓN | 2017 | 2018 | 2019 | AGOSTO 2019 | AGOSTO 2020 |
|---------------------|--------|-------|--------|-------------|-------------|
| Inflación mensual | 0,18% | 0,10% | -0,01% | 0,00% | -0,26% |
| Inflación anual | -0,20% | 0,27% | -0,07% | 0,37% | 0,75% |
| Inflación acumulada | -0,20% | 0,27% | -0,07% | 0,19% | 1,01% |

Tabla 7: Evolución de tasas de inflación en Ecuador.

Fuente: INEC; Elaboración: GlobalRatings

El incremento en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2019 refleja el deterioro en el empleo adecuado, que resulta 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 salud²². La reactivación económica gradual en ciertos lugares del país impulsó a la baja los niveles de inflación para el mes de agosto. El FMI prevé una inflación de 0,13% para el Ecuador en 2020, que incrementará a 2,26% en 2021². Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021²³.

LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La creciente aversión al riesgo y la demanda de activos líquidos durante los primeros meses de 2020, desplomaron los principales índices bursátiles a niveles similares a los de la crisis financiera de 2009 y causaron una salida masiva de capitales en la región de América Latina²³. Las perspectivas favorables en cuanto a la evolución del coronavirus en ciertos países desarrollados y las políticas de reactivación económica impulsaron la mejora en los índices accionarios a partir del mes de abril, alcanzando en el segundo trimestre del año el mejor desempeño desde 1998. Los efectos de la crisis y de las políticas monetarias expansivas también se evidencian en la volatilidad de las monedas, con una depreciación de aquellas pertenecientes a economías emergentes, y una apreciación real del dólar estadounidense, el yen y el euro²³.

| MERCADOS FINANCIEROS | PERIODO DE INFORMACIÓN | MONTO (MILLONES USD) | VARIACIÓN MENSUAL | VARIACIÓN INTERANUAL |
|--|------------------------|----------------------|-------------------|----------------------|
| Oferta Monetaria (M1) | abril 2020 | 26.667 | 1,32% | 7,17% |
| Especies monetarias en circulación | abril 2020 | 17.800 | 3,87% | 12,69% |
| Depósitos a la vista | abril 2020 | 8.787 | -3,48% | -2,45% |
| Liquidez total (M2) | abril 2020 | 58.415 | 0,90% | 8,15% |
| Captaciones a plazo del sistema financiero | abril 2020 | 31.749 | 0,54% | 9,00% |
| Colocaciones del sistema financiero | abril 2020 | 44.365 | -0,85% | 7,95% |
| Reservas internacionales | agosto 2020 | 3.402 | 18,93% | -16,69% |
| Reservas bancarias | agosto 2020 | 5.634 | 4,77% | 20,98% |
| TASAS REFERENCIALES | PERIODO DE INFORMACIÓN | TASA (%) | VARIACIÓN MENSUAL | VARIACIÓN INTERANUAL |
| Tasa activa referencial | julio 2020 | 9,12% | 0,02% | 0,86% |
| Tasa pasiva referencial | julio 2020 | 6,24% | 0,26% | 0,31% |
| Diferencial de tasas de interés | julio 2020 | 2,88% | -0,24% | 0,55% |

Tabla 8: Evolución de indicadores financieros en Ecuador (última fecha de información disponible).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantiene sólida a pesar de la paralización económica a raíz de la crisis sanitaria. Si bien en el mes de marzo se evidenció una contracción asociada a la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, para

²¹ Primicias. (2020, junio). *Crece la presión: IESS busca fondos para pagar el seguro de desempleo*. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ieess-posible-presion-financiera-seguro-desempleo/>

²² Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, agosto). *Índice de Precios al Consumidor, Agosto 2020*.

²³ Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

abril se evidenció una recuperación en los niveles de liquidez y un cambio en la estructura que demuestra una mayor preferencia hacia la liquidez inmediata.

Las captaciones a plazo del sistema financiero nacional incrementaron sostenidamente durante el último año, 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 el mes de marzo, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, a partir de abril se evidenció una recuperación, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Los depósitos a plazo fijo disminuyeron en 1,51% entre los meses de marzo y abril, mientras que los depósitos de ahorro incrementaron en 4,12%, evidenciando una mayor preferencia por liquidez, lo que impulsó al alza la tasa pasiva referencial a partir del mes de abril, con el objetivo de atraer un mayor monto de depósitos. A pesar de los diversos programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero nacional se redujeron a partir del mes de marzo. El 23 de marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrán cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia. Asimismo, el 03 de abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir pagos a tenedores de instrumentos de renta fija con vencimientos en los próximos 120 días.

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, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. El monto de reservas internacionales en agosto de 2020 cubrió en 59,54% a los pasivos monetarios de la entidad y en 60,38% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central⁸.

SECTOR EXTERNO

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit en función de un incremento en las exportaciones no petroleras, que representaron el 61% de las exportaciones totales, asociadas a productos tradicionales, fundamentalmente camarón, así como de menores importaciones, principalmente no petroleras, señal de una mejora productiva a nivel nacional. Los primeros meses de 2020 se caracterizaron por una importante demanda de productos ecuatorianos en mercados internacionales, principalmente asiáticos, lo que impulsó al alza las exportaciones no petroleras. No obstante, la crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y generó problemas en la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador. Solamente en el mes de abril, las exportaciones no petroleras, que representaron cerca del 75% del total, se redujeron en 9% con respecto a abril de 2019, con menores envíos de camarón, banano, cacao y atún, entre otros productos. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales también disminuyeron el nivel de importaciones durante el periodo de confinamiento, por lo cual se registró un superávit comercial hasta abril de 2020.

| BALANZA COMERCIAL | 2017 | 2018 | 2019 | ENE-ABR 2019 | ENE-ABR 2020 |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------------|--------------|
| Exportaciones | 19.092 | 21.628 | 22.329 | 7.234 | 6.423 |
| Exportaciones petroleras | 6.920 | 8.802 | 8.680 | 2.872 | 1.587 |
| Exportaciones no petroleras | 12.173 | 12.826 | 13.650 | 4.362 | 4.835 |
| Importaciones | 19.033 | 22.106 | 21.509 | 7.191 | 5.820 |
| Importaciones petroleras | 3.201 | 4.343 | 4.159 | 1.426 | 1.099 |
| Importaciones no petroleras | 15.832 | 17.763 | 17.350 | 5.765 | 4.721 |
| Balanza comercial | 59 | -478 | 820 | 43 | 603 |
| Balanza petrolera | 3.719 | 4.459 | 4.521 | 1.446 | 488 |
| Balanza no petrolera | -3.660 | -4.937 | -3.701 | -1.403 | 115 |

Tabla 9: Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD).

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

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de

crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

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 con los consumidores. Sin embargo, la tecnología no ha podido reemplazar a los mecanismos de comercio tradicionales, que influyen en la lealtad del consumidor y la participación de mercado, lo cual genera oportunidades diversas para el sector. La venta al por mayor y menor constituye la etapa final de la distribución de productos intercambiados o mercancías, y, por lo tanto, mantiene una relación directa con el proceso productivo a nivel de todas las industrias. Dada la condición actual en el Ecuador, marcada principalmente por las restricciones de movilidad, la reactivación gradual de las diversas actividades económicas, y el comportamiento de consumo a nivel nacional, el comercio electrónico ha ganado participación y se ha convertido en una importante oportunidad de crecimiento.

A partir de la dolarización en el Ecuador, el sector comercial mantuvo un crecimiento sostenido y alcanzó una tasa de variación anual promedio de 3,43% entre 2001 y 2008. En el año 2008, el aumento de la inversión y el consumo privado impulsaron al sector comercial que alcanzó un crecimiento máximo 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 2016²⁴.

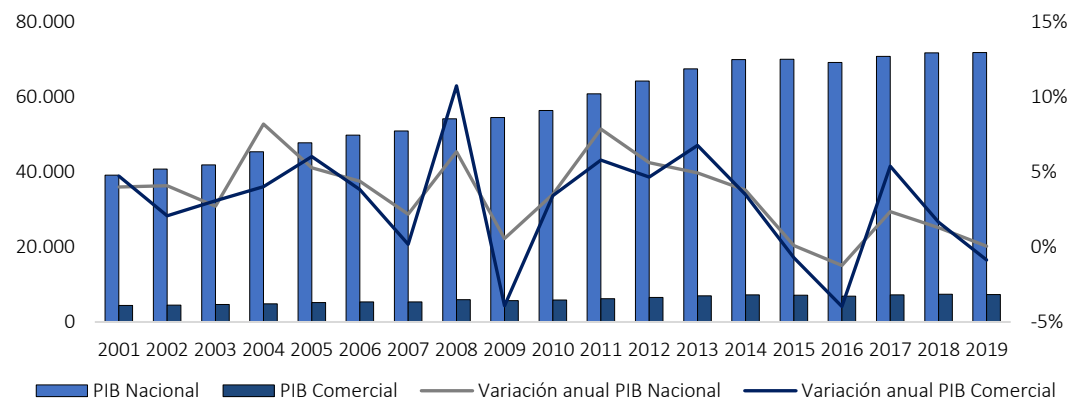


Gráfico 3: Crecimiento anual del PIB real.

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

A partir de 2017 el sector presentó un comportamiento creciente que se mantuvo hasta 2018, en función de la recuperación económica y la mejora en la capacidad adquisitiva de la población. El crecimiento del sector comercial durante 2017 y 2018 fue superior al de la economía nacional. No obstante, para 2019, el PIB del sector se redujo en 0,17% con respecto al año anterior, totalizando USD 10.146 millones (USD 7.309 en términos constantes). Esta evolución está relacionada con la desaceleración de la actividad económica de varios sectores, ya que su estructura es el resultado de la suma de los márgenes comerciales²⁵.

Durante el primer trimestre de 2020 el PIB del sector comercial decreció en 0,51% con respecto al mismo periodo de 2019. 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 en la primera semana de inactividad y se estima que llegaron a USD 884 millones al cierre del mes de marzo. Aproximadamente el 70% de las operaciones productivas fueron paralizadas. La mayoría de los pedidos de exportación y las órdenes de compra fueron canceladas, lo cual impactó en gran medida en la cadena de suministros involucrada en el sector de exportaciones²⁶, que presentó problemas de iliquidez, debido al incumplimiento de los pagos, especialmente aquellos provenientes de Asia. Según estimaciones del Banco Central del Ecuador, el VAB del sector comercial se contrajo en 5,8% entre los meses de marzo y mayo de 2020 como consecuencia de la

²⁴ Banco Central del Ecuador. (2020, junio). Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador – Boletín No. 111, 2000.I – 2020.I.

²⁵ 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>

²⁶ RUEDA DE PRENSA (MAR 24, 2020). IVÁN ONTANEDA, MINISTRO DE PRODUCCIÓN, COMERCIO EXTERIOR, INVERSIONES Y PESCA.

pandemia²⁷. En general, durante el segundo semestre de 2020 el VAB del sector comercial se contrajo en 9,8% con respecto al mismo periodo de 2019.

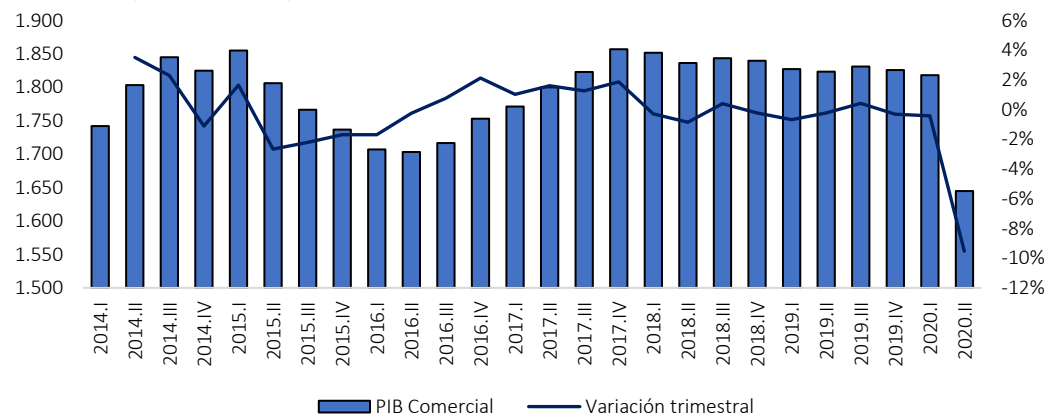


Gráfico 4: Evolución trimestral del PIB real (USD millones).

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

Si bien los niveles de ventas a nivel nacional arrancaron bien el año 2019, a partir de junio de 2019 se registró una caída, principalmente relacionada con la comercialización de artículos electrónicos, electrodomésticos, ropa, zapatos, accesorios, entre otros. Se estima que, durante el mes de octubre de 2019, las ventas de distintos sectores cayeron en aproximadamente 36%, producto del paro nacional que restringió el comercio en el país. Actualmente, la situación del sector comercial es compleja debido a las restricciones en la movilidad impuestas por la emergencia sanitaria y su consecuente efecto sobre las empresas del sector. Entre marzo y junio de 2020, las pérdidas en el sector comercial superaron los USD 8.700 millones, y entre enero y junio de 2020 las ventas del sector comercial cayeron en 22% frente al mismo periodo de 2019. No obstante, se evidenció un crecimiento significativo en las ventas a través de herramientas de comercio electrónico como aplicaciones móviles y páginas web, con un alza de 253%. El 21 de abril, el Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca permitió la reapertura de ciertas categorías de negocios a través de atención online y con entrega a domicilio²⁸. Esto permitió compensar parcialmente la caída en las ventas del sector, generando ingresos por aproximadamente USD 400 millones²⁹. Adicionalmente, se han desarrollado diversas iniciativas de comercio electrónico a nivel nacional, incluidas plataformas y descuentos, con el objetivo de permitir la reactivación de los comercios y satisfacer la demanda de clientes para adquirir productos en línea. Adicionalmente, el cambio de semáforo en las distintas provincias del país permitió a los negocios emplear estrategias para atraer clientes y dinamizar las ventas. Si bien se prevé un incremento en las ventas del sector durante los últimos dos meses del año, debido a la dinamización de la demanda por Black Friday y Navidad, se estima que la recuperación del sector tomará más de un año.

Lo anterior se evidencia en el **Índice de Nivel de Actividad Registrada** de las actividades de comercio al por mayor y al por menor, que alcanzó los 99,98 puntos en agosto de 2020, cifra que representa una recuperación de 3,29% con respecto a julio de 2020. No obstante, este indicador se encontró 3,34% por debajo del registrado en agosto de 2019, evidenciando que la actividad del sector todavía no alcanza los niveles registrados el año anterior.

²⁷ Banco Central del Ecuador. (2020, agosto). *Evaluación del impacto macroeconómico del Covid19 en la economía ecuatoriana*. <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1373-evaluacion-del-impacto-macroeconomico-del-covid19-en-la-economia-ecuatoriana>

²⁸ El Universo. (2020, abril). *Una parte del comercio se incluye en primera etapa de reapertura*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/21/nota/7819773/parte-comercio-se-incluye-primera-etapa-reapertura>

²⁹ El Comercio. (2020, junio). *Pérdidas por covid-19 en Ecuador llegaron a USD 14.101 millones en mayo*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/perdidas-covid19-ecuador-economia-negocios.html>

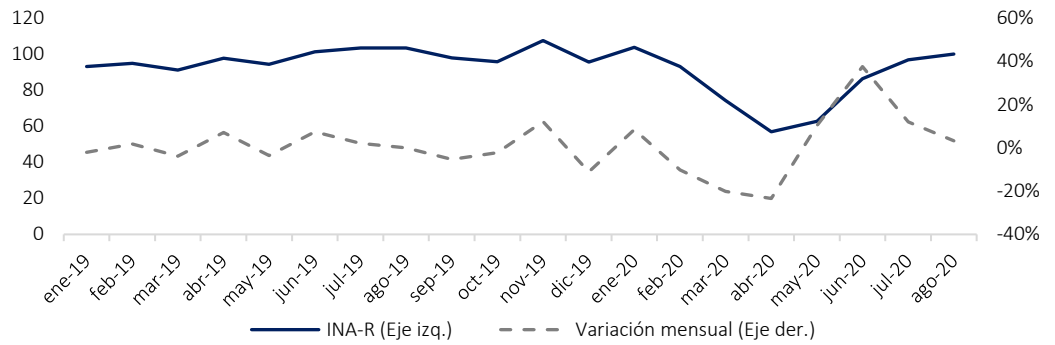


Gráfico 5: INA-R del sector Comercio al por mayor y menor

Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings.

En cuanto al mercado laboral, para diciembre de 2019, el 17,93% de la población empleada del país se ocupó en el sector comercial³⁰. Esto lo consolidó como el segundo sector con mayor generación de empleo en el país, antecedido únicamente por el sector de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. Si bien han existido nuevas contrataciones en el sector durante el periodo de cuarentena, impulsadas principalmente por el comercio electrónico, las estimaciones del Banco Central del Ecuador sugieren una pérdida de 105.500 empleos en el sector comercial entre marzo y mayo de 2020²⁷. Las estimaciones de la Cámara de Comercio de Quito son menos alentadoras, con una previsión de pérdida de más de 200.000 empleos plenos en el sector comercial durante el periodo de confinamiento³¹.

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, se ubicó en 77,58 puntos en agosto de 2020³². 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 12,82% durante el último año. En un futuro, los puestos de empleo en el sector comercial demandarán capacidades relacionadas con la tecnología, el análisis de grandes bases de datos (*big data*), la inteligencia artificial y el manejo de redes sociales, lo cual se relaciona directamente con el marketing digital y el comercio electrónico. Por otro lado, el **Índice de Horas de Trabajo**, que mide el número de horas empleadas por el personal en las actividades laborales de comercio al por mayor y menor, se ubicó en 73,81 en el mes de agosto de 2020, cifra que constituye una caída de 16,32% con respecto al mes de agosto de 2019, y que representa un deterioro de 5,98% frente al mes de julio de 2020, en función de la evolución de la pandemia y las distintas restricciones implementadas a nivel nacional. Por su parte, el **Índice de Remuneraciones**, que mide la evolución de las remuneraciones por hora trabajada percibidas por el personal ocupado en las actividades de comercio al por mayor y menor, fue de 105,22 en el mes de agosto de 2020, cifra que constituye un incremento de 7,31% frente a julio de 2020 y un alza de 3,61% con respecto a agosto de 2019, en función del ajuste a las jornadas laborales implementado durante los últimos meses.

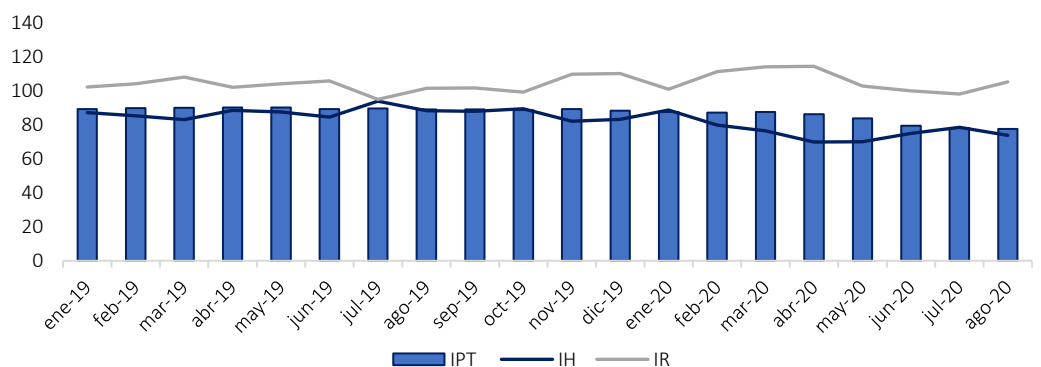


Gráfico 6: Índice de puestos de trabajo, Índice de horas trabajadas e Índice de remuneraciones (comercio al por mayor y menor).

Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

³⁰ INEC. (2019). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo – diciembre 2018. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-diciembre-2018/>

³¹ El Comercio. (2020, junio). Las ventas del sector privado cayeron 45% en abril del 2020 por la pandemia del covid-19. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ventas-sector-privado-caida-pandemia.html>

³² INEC. (2020, agosto). Histórico IPT – IH – IR. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/historicos-ipt-ih-ir/>

En cuanto al financiamiento del sector, durante el tercer trimestre de 2020, del total de empresas que operaron en el sector comercial, el 12% solicitó crédito, convirtiéndolo en el mayor solicitante de crédito en el país. El 19% de las empresas grandes que operan en el sector comercial demandaron crédito durante el segundo trimestre, comparado con el 9% de las pymes y el 2% de las microempresas. Del monto total de crédito otorgado a empresas del sector comercial, el 75% fue destinado para capital de trabajo, el 5% a la inversión y adquisición de activos, el 14% a la reestructuración y pago de deudas, y el 6% a operaciones de comercio exterior. Dentro de las empresas que no solicitaron crédito, el 25% no tuvo necesidad, el 35% se financió con recursos propios, el 21% ya posee un crédito vigente y el 9% debido al entorno macroeconómico nacional, entre otras razones³³.

Para 2019, el volumen de crédito otorgado por entidades financieras públicas y privadas a las empresas del sector comercial ascendió a USD 8.717 millones, monto que representa el 26,83% del total colocado a nivel nacional, y que supone un incremento de 8,04% con respecto al año 2018. Entre enero y junio de 2020 el crédito otorgado al sector comercial ascendió a USD 3.854 millones, monto que constituye una disminución de 7,75% con respecto al mismo periodo de 2019 y que representa el 33,13% del monto total de crédito colocado a nivel nacional. El Gobierno del Ecuador ha diseñado varios programas para impulsar el crédito productivo, entre esos el programa ReactívatE Ecuador, cuyo monto colocado asciende a USD 27,6 millones y ha beneficiado principalmente al sector comercial³⁴.



Gráfico 7: Volumen de crédito colocado (millones USD)
Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

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.

Es importante señalar que la elasticidad en el sector es alta; es decir, los consumidores tienen un alto grado de reacción en cuanto a la cantidad demandada ante un incremento de los precios. En este sentido, cuando incrementan los precios de productos de segunda necesidad, la cantidad demandada de los mismos disminuye, ya que no son imprescindibles. Cuando incrementan los precios de productos de primera necesidad que se venden al por mayor y menor en el mercado nacional, la población recurre a productos inferiores o a sustitutos que cumplan la misma función, pero representen un costo más bajo.

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

³³ Banco Central del Ecuador. *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>

³⁴ El Universo. (2020, junio). *572 empresas acceden al crédito ReactívatE*. <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/572-empresas-credito-reactivate>

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. Adicionalmente, 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. Finalmente, 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 participantes.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una buena participación de mercado y un nivel de ingresos por ventas adecuado dentro del sector en el que opera.

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

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



Gráfico 8: Historia de la compañía
Fuente: COHERVI S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

COHERVI S.A. fue constituida en la ciudad de Guayaquil del cantón Guayas el 06 de diciembre de 1988. 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 3.617.400,00, con 3.617.400 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 1.617.400,00.

| COHERVI S.A. | NACIONALIDAD | CAPITAL (USD) | PART. |
|------------------------------------|--------------|------------------|----------------|
| Delgado Villacis Targelia Josefina | Ecuador | 1.917.222 | 53,00% |
| Delgado Villacis Clara Alemania | Ecuador | 1.700.178 | 47,00% |
| Total | | 3.617.400 | 100,00% |

Tabla 10: Estructura accionarial hasta la persona natural.

Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Las personas naturales que en definitiva conforman la compañía se muestran con amplia trayectoria empresarial, evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueñas.

| EMPRESA | VINCULADO | TIPO DE VINCULACIÓN | SITUACIÓN LEGAL |
|----------------|------------------------------------|-----------------------------|-----------------|
| Inmolesvi S.A. | Delgado Villacís Targelia Josefina | Administración | Cancelación |
| | Delgado Villacís Clara Alemania | | |
| Ruliwas S.A. | Delgado Villacís Targelia Josefina | Accionariado | Disolución |
| | Delgado Villacís Clara Alemania | Accionariado/Administración | |
| Endispe S.A. | Delgado Villacís Targelia Josefina | Administración | Cancelación |
| | Delgado Villacís Clara Alemania | | |
| Germenis S.A. | Delgado Villacís Targelia Josefina | Administración | Cancelación |

Tabla 11: Compañías relacionadas por administración y/o accionariado

Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

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

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

Tabla 12: Plana Ejecutiva

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

A la fecha del presente informe COHERVI S.A. cuenta con 57 empleados los cuales la compañía considera de un rendimiento más que satisfactorio en la generalidad de los casos. Estos se distribuyen en diferentes áreas. La compañía no mantiene sindicatos ni asociaciones de empleados. Todo el personal activo cuenta con documentación en regla, contratos debidamente registrados en el Ministerio de Trabajo y afiliación al IESS. Además, mantiene 4 empleados con capacidades especiales dentro de la nómina general.

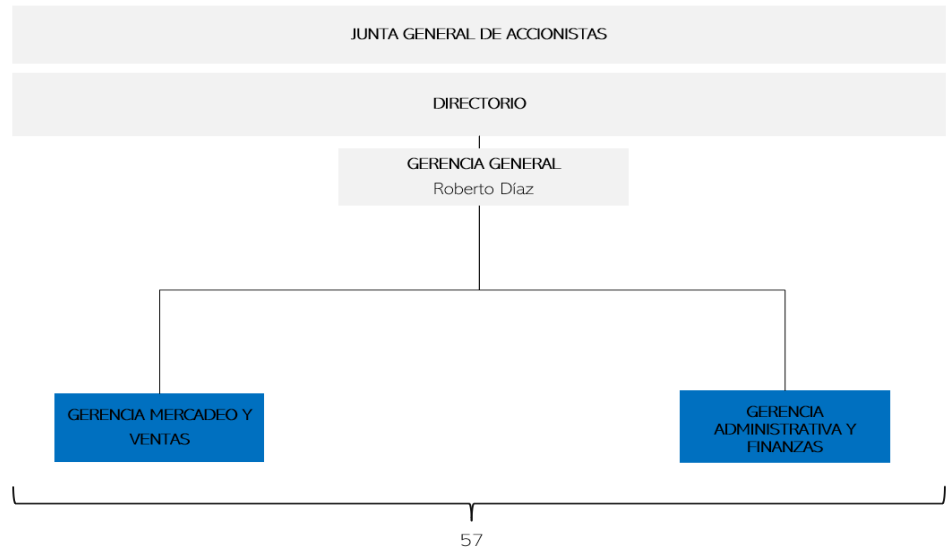


Gráfico 9: Organigrama

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: GlobalRatings

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, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de 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.

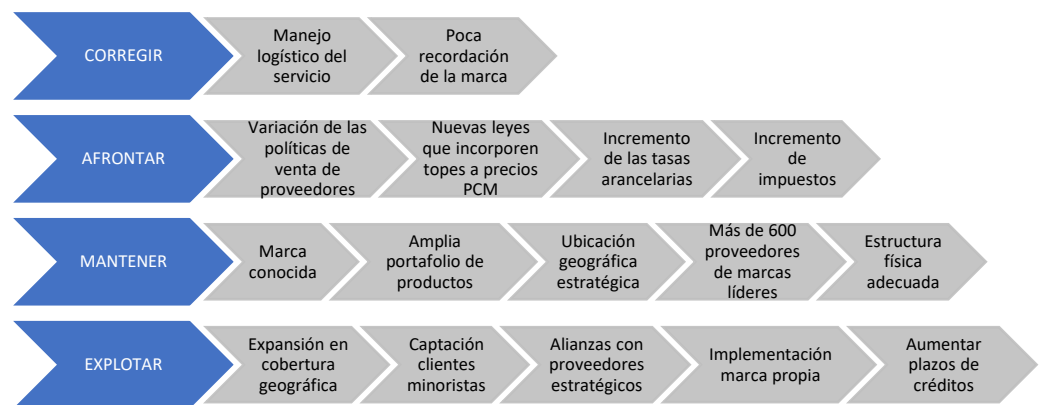


Gráfico 10: Planificación estratégica

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: GlobalRatings

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

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

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

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el sistema de seguridad social, con el Servicio de Rentas Internas y un certificado del buró de crédito, evidenciando que la compañía se encuentra al día con las instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

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

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

- COHERVI Supermercados
- COHERVI Tiendas
- COHERVI Distribución

POLÍTICAS 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.

| RAMO | MONTO (USD) | VIGENCIA | |
|-----------------------|-------------|------------|------------|
| Incendio | 4.565.234 | 01/06/2020 | 01/10/2020 |
| Equipo electrónico | 131.758 | 01/06/2020 | 01/10/2020 |
| Robo y/o asalto | 140.000 | 01/06/2020 | 01/10/2020 |
| Rotura de maquinaria | 338.453 | 01/06/2020 | 01/10/2020 |
| Dinero | 45.000 | 01/06/2020 | 01/10/2020 |
| Fidelidad | 30.000 | 01/06/2020 | 01/10/2020 |
| Equipo y maquinaria | 94.500 | 01/06/2020 | 01/10/2020 |
| Transporte interno | 2.820.000 | 01/06/2020 | 01/10/2020 |
| Responsabilidad civil | 30.000 | 01/06/2020 | 01/10/2020 |
| Vehículos | 133.000 | 01/06/2020 | 01/10/2020 |
| Adicionales | 1.100.000 | 01/06/2020 | 01/10/2020 |

Tabla 13: Detalle de pólizas de seguros.

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: GlobalRatings

CLIENTES

Debido a su giro de negocio, COHERVI S.A. cuenta con varios clientes particulares, siendo estos, en su gran mayoría, personas naturales. Tomando los 5 principales clientes, ninguno presenta una participación superior al 4% de las ventas, evidenciando la alta diversificación de clientes.

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.

| CLIENTES | PARTICIPACIÓN |
|--|---------------|
| Chiliquinga Chiliquinga Wilson Oswaldo | 3,31% |
| Dismero S. A. | 2,98% |
| Zerna Cadena Roberto Francisco | 2,59% |
| Supermarket Don Angel | 2,42% |
| Vega Machuca Edgar Fabian | 1,88% |
| Otros | 86,82% |

Tabla 14: Principales clientes.

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: GlobalRatings

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 Industrial Molinera C.A. (13,85%), Johnson & Johnson del Ecuador S.A. (10,35%), Industrias Ales C.A. (9,69%), Colgate-Palmolive del Ecuador S.A.I.C. (8,04%) y Macomon S.A. (8,03%). Estos 5 proveedores concentran aproximadamente el 50% del costo de ventas de la compañía.

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.

| PROVEEDORES | PARTICIPACIÓN |
|--|---------------|
| Industrial Molinera C.A. | 13,85% |
| Johnson & Johnson del Ecuador S.A. | 10,35% |
| Industrias Ales C.A. | 9,69% |
| Colgate-Palmolive del Ecuador S.A.I.C. | 8,04% |
| Macomon S.A. | 8,03% |
| Otros | 50,04% |

Tabla 15: Principales proveedores

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: GlobalRatings

POLÍTICAS DE INVERSIÓN

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.

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.

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

| COMPAÑÍA | PARTICIPACIÓN |
|---|---------------|
| Hipermarket | 26% |
| Tiendas Industriales Asociadas TÍA S.A. | 25% |
| COHERVI S.A. | 13% |
| DeviesCorp | 13% |
| Supermercados Akí | 10% |

Tabla 16: Posición competitiva mercado de venta al por mayor y menor de productos de consumo masivo en la zona de Milagro.
Fuente: COHERVI S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

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 2017 y 2019 las ventas mantuvieron un comportamiento creciente, al pasar de USD 7,06 millones en 2017 a USD 9,07 millones en 2019, lo cual constituye un crecimiento del 28,50% durante el periodo analizado, a pesar de la disminución registrada frente al 2018 del 10,46%, año donde alcanzó el nivel de ventas más alto dentro del periodo de análisis (USD 10,13 millones).

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 y subsistiendo de las ventas a crédito que la compañía realizaba.

Las proyecciones de ingresos estiman un incremento en las ventas de 2020, en función de las condiciones de mercado actuales. Debe considerarse que en la generalidad de las empresas ecuatorianas se proyecta una disminución de ventas para 2020 pero en el caso de COHERVI S.A. al pertenecer a un sector que no se ha visto afectado por la situación actual del país, la situación es diferente. Para el cierre del 2020 se proyecta un crecimiento del 38%, y del 5% para los años siguientes avizorando que el mercado empiece regresando a la normalidad. La compañía ha mantenido sus operaciones activas durante el periodo de emergencia, por su segmento de supermercados, siendo uno de los sectores no afectados por la emergencia sanitaria, lo cual repercutió en un incremento en los ingresos de 7,08% en el comparativo interanual, al pasar de USD 7,60 millones en agosto de 2019 a USD 8,14 millones en agosto de 2020, siendo el mes de abril el de mayor incremento (68,70%). A pesar de que el nivel de consumo disminuyó para los últimos meses, se espera que este se recupere para el último trimestre del 2020, periodo en el que la compañía agrupa su mayor porcentaje

de ventas. Adicionalmente, la compañía aperturó dos puntos de venta adicional dado el crecimiento de su demanda en los últimos años y su estrategia de expansión lo cual permitirá un mayor volumen de ventas.

| INGRESOS | sep-19 | sep-20 |
|-----------------|------------------|------------------|
| Enero | 717.610 | 989.420 |
| Febrero | 691.796 | 1.077.304 |
| Marzo | 909.654 | 1.221.511 |
| Abril | 1.004.450 | 1.694.459 |
| Mayo | 1.185.123 | 1.029.062 |
| Junio | 1.015.535 | 799.694 |
| Julio | 1.042.443 | 739.742 |
| Agosto | 1.036.383 | 589.897 |
| Septiembre | 522.118 | 865.145 |
| Total | 8.125.112 | 9.006.234 |

Tabla 17: Detalle de ventas por mes (USD).

Fuente: COHERVI S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

En cuanto al costo de ventas, presentó un incremento en la participación de los costos de ventas pasando de 74,27% en 2017 a 79,62% en 2019. 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 la optimización continua de costos, además de procesos eficientes que le han permitido mantener márgenes favorables para la compañía. Este comportamiento se reversa en el comparativo interanual, donde la participación del costo de ventas bajó de 81,00% en septiembre de 2019 a 80,50% en septiembre de 2020. En función de lo anteriormente mencionado, y bajo un escenario estresado, se estima que durante el periodo de vigencia de la emisión el costo de ventas presentará una participación del 81% y 80% sobre los ingresos por ventas.

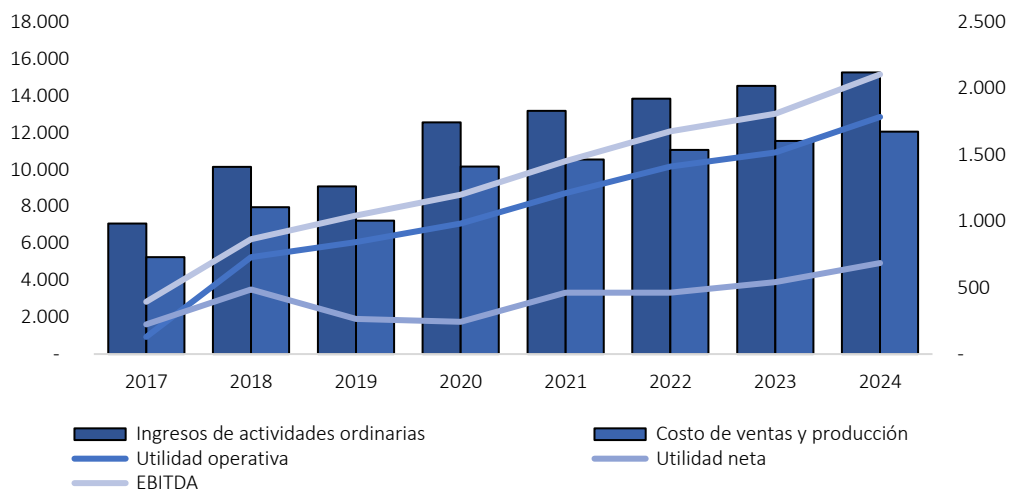


Gráfico 11: Estado de Resultados.

Fuente: COHERVI S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

La consecuencia directa del incremento en la participación del costo de ventas fue la presencia de un margen bruto inferior, que pasó de 25,73% en 2017 a 20,38% en 2019, 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 estable durante el periodo, alcanzando los USD 1,85 millones al cierre de 2019. Para septiembre de 2020 el margen bruto fue de 19,50%. 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.

Los gastos operativos incrementaron marginalmente entre 2017 y 2019 monetariamente, en función del crecimiento del negocio y de la mayor actividad de la compañía, sin embargo, su participación sobre las ventas disminuyó de 23,89% en 2017 a 18,91% en 2019. Hasta el cierre del año 2018, disminuyeron tanto monetariamente como en su participación sobre las ventas. Los gastos operativos pasaron a representar el 14,32% de las ventas en 2018 (USD 1,45 millones). Esto representó una disminución de 25,63% con respecto a 2017 equivalente a USD 236 mil, a pesar de mayores ingresos reportados en el 2018, lo cual resalta una mejora en la eficiencia operativa. A partir del año 2018 la compañía realizó la venta de su flota de camiones por lo cual su nómina de empleados en logística se redujo, pasando a alquilar el transporte reduciendo tanto costos en nómina como en combustible, repuestos y mantenimiento. Para el 2019, por su parte, existió un incremento con respecto al cierre del 2018 del 18,21% (USD 264 mil) principalmente en los gastos de ventas coherente con la apertura de nuevos puntos de venta. Para 2020, se proyecta un nivel de gastos similar al de 2019 y para los años sucesivos se espera un crecimiento coherente con el incremento en ventas proyectado.

Producto de lo anterior, la utilidad operativa se presentó incremental hacia el 2019, básicamente ante mayores ingresos operacionales 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 del 2018, y que se proyecta que aumenten para los años siguientes. Con el incremento de la deuda con costo, los gastos financieros crecieron hacia el 2019 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 el revolving correspondiente al Programa de Papel Comercial que mantiene vigente 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 2019, tendencia que se mantiene en el periodo proyectado, sin embargo, ante el incremento de deuda con costo trae como consecuencia cierta estabilidad en el índice que mide la cobertura del gasto financiero y una estabilidad en los años requeridos para la cancelación de la deuda con este parámetro.

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 2019 la deuda con el mercado de valores alcanzó el 85,81% del total de la deuda con costo y el 2024 se proyecta que este parámetro se presente nulo en el escenario de no emitir nueva deuda con el mercado de valores.

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 2020, el 82,06% del activo total se condensó en estos rubros. En lo que respecta a la propiedad, planta y equipo, la proyección no supone una inversión importante, sin embargo, la compañía se encuentra en la capacidad dado sus niveles de efectivo de realizar cualquier inversión en activos fijos. Evidentemente cualquier inversión mayor en este sentido requeriría de mayores niveles de financiamiento y la proyección supone un nivel de efectivo y sus equivalentes que permitirían un crecimiento moderado a este respecto. Por otra parte, la cartera y los inventarios crecen coherentemente con los ingresos, presentando niveles superiores al histórico de la compañía por el propio desarrollo del negocio, con una cartera sana y un nivel de inventarios controlado.

El nivel de activos corrientes tuvo presente crecimiento entre 2017 y 2019 y se proyecta que tal comportamiento se mantenga en los años siguientes debido a los ya indicados crecimientos del nivel de

efectivo, cuentas por cobrar y el inventario. Tal situación, junto al reseñado y moderado incremento en el activo fijo, produce un capital de trabajo positivo e incremental de acuerdo a la proyección, en mayor medida a partir del 2022. Cabe mencionar que para los años 2020 y 2021, el capital de trabajo se verá disminuido fruto del fuerte crecimiento de los pasivos de corto plazo por la Emisión de Papel Comercial, pero controlado por la propia empresa. Los niveles del índice de rotación del activo tuvieron una tendencia al alza desde 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 proyectado. Este nivel se compara favorablemente con la industria y refleja eficiencia en la gestión de activos.

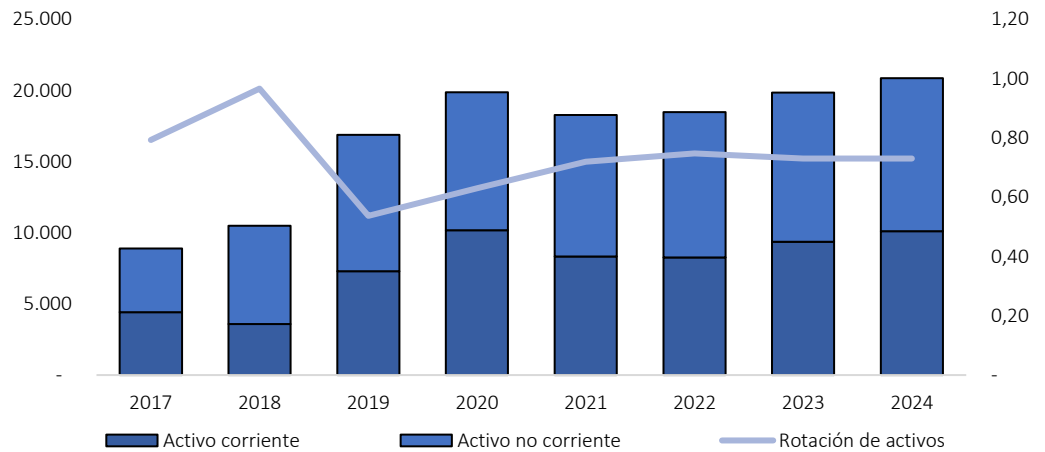


Gráfico 12: Evolución del activo.

Fuente: COHERVI S.A.; ELABORACIÓN: GlobalRatings

En línea a lo señalado, el total de activos tuvo un crecimiento constante entre 2017 y 2019, pasando de USD 8,90 millones a USD 16,89 millones. Tal incremento se debió principalmente a un aumento de las cuentas por cobrar comerciales de largo plazo (USD 5,00 millones) y efectivo y equivalente de efectivo (USD 1,83 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. La proyección augura un crecimiento del total de activos empujado básicamente por un aumento del nivel de efectivo, el que podría utilizarse para expandir las instalaciones y/o la presencia de la empresa en el mercado, la cartera y el inventario, en línea con el ya comentado incremento en ventas. Como quedó establecido, la proyección no supone un incremento importante de las instalaciones, sin embargo, la compañía se encuentra en la capacidad de poder realizarlo si así lo necesitara.

Las cuentas por cobrar comerciales presentaron un comportamiento creciente entre 2017 y 2019, pasando de USD 395 mil a USD 6,69 millones. Tal crecimiento obedece a estrategias de venta y se mantiene en la proyección sin que se proyecten crecimientos explosivos. COHERVI S.A. desde agosto 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. Por efecto de lo anterior, el periodo promedio de recuperación de cartera se mantuvo en 57 días, pasando de 20 días en 2017 a 67 para el 2019. Como se ha explicado en párrafos anteriores el fuerte de los activos son las cuentas por cobrar comerciales, principalmente de largo plazo, agrupando un porcentaje importante de los ingresos de la empresa. La proyección supone que este promedio alcance los 76 días, lo que compara favorablemente con los días de pago (47) tomando en cuenta el mercado en el que se desarrolla. 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 y que se mantuvo en la proyección. Para septiembre del 2020 la cartera por vencer y vencida de 1 a 90 días agrupó el 72,69% evidenciando una cartera sana. Adicionalmente, la provisión de cuentas incobrables alcanzó un 4,49% del total de cartera cubriendo un alto porcentaje de la cartera vencida mayor a un año. 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 y ante ventas con crédito de hasta 24 meses.

| ANTIGÜEDAD CARTERA | 2019 | PARTICIPACIÓN | sep-20 | PARTICIPACIÓN |
|---------------------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| Por vencer | 712.642 | 44,54% | 1.144.970 | 58,83% |
| Vencida | | | | |
| 1 a 30 días | 660.556 | 41,29% | 170.290 | 8,75% |
| 31 a 60 días | 240.729 | 15,05% | 83.952 | 4,31% |
| 61 a 90 días | 55.728 | 3,48% | 15.487 | 0,80% |
| 91 a 120 días | 17.695 | 1,11% | 105.202 | 5,41% |
| 121 a 180 días | - | - | 249.759 | 12,83% |
| 181 a 360 días | - | - | 695 | 0,04% |
| Más de 361 días | - | - | 263.299 | 13,53% |
| (-) Provisión incobrables | -87.464 | -5,47% | -87.454 | -4,49% |
| Total | 1.599.886 | 100% | 1.946.199 | 100% |

Tabla 18: Antigüedad de cartera (USD).

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Los inventarios de la compañía corresponden a las mercaderías que mantiene en stock en los diferentes puntos de venta de COHERVI S.A. Las mercaderías corresponden a productos que son comercializados en los diferentes establecimientos, las cuales presentaron variaciones en el periodo de análisis pasando de los USD 3,75 millones en 2017, USD 988 mil en 2018 a los USD 1,88 millones para el 2019. Dada la estrategia de la compañía de aperturar anualmente nuevos establecimientos la necesidad de mercaderías incrementará paulatinamente dentro de la proyección.

La compañía mantuvo 94 días de inventario el 2019, valor que disminuyó desde los 257 días que hubo en 2017 ante el incremento de establecimientos realizado por la compañía y una mayor rotación de mercancías en stock. La estimación para los años siguientes mantuvo estos días en 137 lo que se considera apropiado para la actividad de COHERVI S.A. y coherente con el propio crecimiento de la compañía.

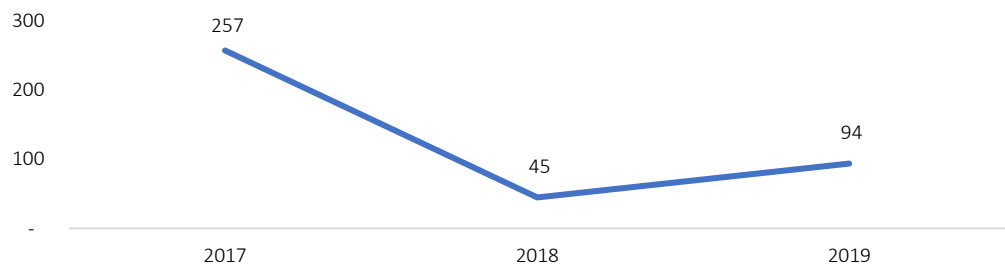


Gráfico 13: Días de inventarios.

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: GlobalRatings

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 destacándose un incremento total por USD 429 mil. Como ya se destacó, la proyección no supone un incremento importante en este rubro, aunque los pasivos con el mercado de valores analizados permiten un remanente de efectivo que puede utilizarse en una expansión mayor a tasas de interés fijas y atractivas. Para septiembre de 2020 la principal variación frente al cierre del 2019 se dio por la depreciación acumulada.

| PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO | 2018 | 2019 | sep-20 |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Edificios | 2.753.038 | 3.043.038 | 3.043.038 |
| Instalaciones | 382.486 | 521.645 | 521.645 |
| Muebles y enseres | 297.208 | 297.208 | 297.208 |
| Maquinaria y equipo | 80.226 | 80.226 | 80.226 |
| Equipo de computación | 325.054 | 338.039 | 318.768 |
| Vehículos | 241.503 | 108.111 | 108.111 |
| Otros activos fijos | 555.642 | 555.643 | 557.539 |
| <i>Sub-Total</i> | <i>4.635.157</i> | <i>4.943.910</i> | <i>4.926.535</i> |
| (-) Depreciación acumulada | -2.767.051 | -2.840.061 | -2.889.017 |
| Total | 1.868.107 | 2.103.848 | 2.037.518 |

Tabla 19: Antigüedad de cartera (USD).

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: GlobalRatings

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 del 2018. La proyección supone un incremento de obligaciones bancarias rubro que va adquiriendo cada vez mayor peso durante el periodo de vigencia de la presente Emisión. Cabe destacar que la proyección supone financiamiento con proveedores en rangos similares a los del 2019, año en el que creció alrededor del 15,61% respecto de 2018. Este financiamiento refleja la buena relación de la empresa con sus proveedores y no tiene costo financiero. Durante el periodo analizado el pasivo total se concentró en el corto plazo, con una participación promedio de 71,59%, participación que disminuye (59%) en la proyección por la renovación de los pasivos de largo plazo en cuanto a obligaciones financieras. Cabe mencionar que para los años 2020 y 2021 mantiene una participación importante sobre el total de activos, 75,59% promedio, debido a la colocación del Primer Programa de Papel Comercial aprobado en junio de 2020 y su renovación para el 2021.

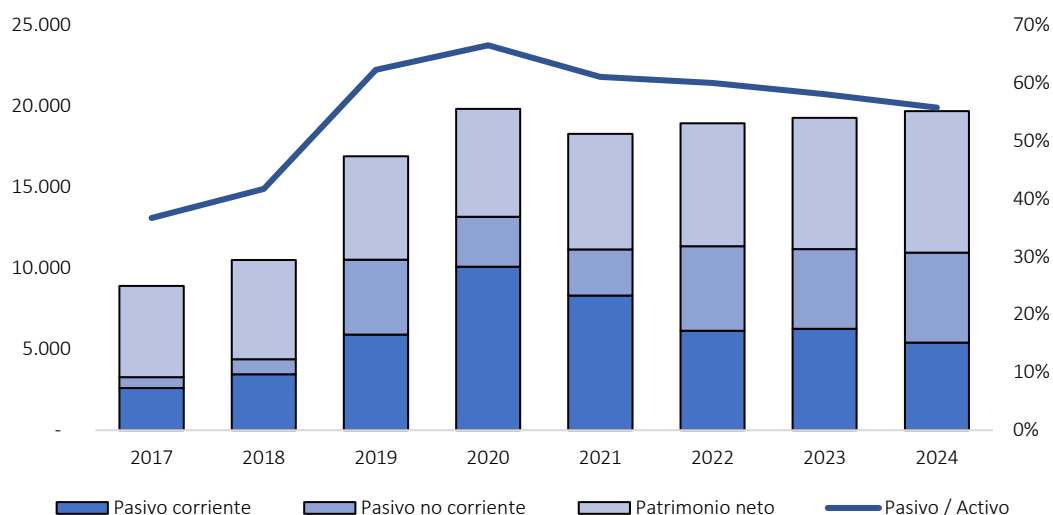


Gráfico 14: Estructura de financiamiento (miles USD).
Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Entre 2017 y 2019, el pasivo total incrementó en un 222,33% (+USD 7,25 millones), producto principalmente del incremento de la deuda con el Mercado de Valores (USD 5,90 millones). Tal incremento permitió fondear 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 proyección supone niveles de pasivos totales estables ante la adquisición de nuevos créditos con entidades financieras que le permitirán financiar el crecimiento de la compañía. Cabe mencionar que este escenario variará dependiendo de la propia necesidad de la empresa, sin embargo, no se proyecta nuevas emisiones de obligaciones durante la vigencia del presente instrumento en análisis. Como consecuencia, la deuda neta de la empresa se mantiene sin mayores variaciones de acuerdo a la proyección.

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 del 2018 con la Primera Emisión de Obligaciones, pasando de USD 1,78 millones en 2018 a USD 5,90 millones en 2019. Adicionalmente, la compañía mantuvo niveles de cuentas por pagar a proveedores similares. 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 (67) al cierre de 2019 y de 47 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 es superior al periodo de pago a proveedores, dada la estrategia de la compañía, lo cual no afecta el calce en los flujos de la compañía.

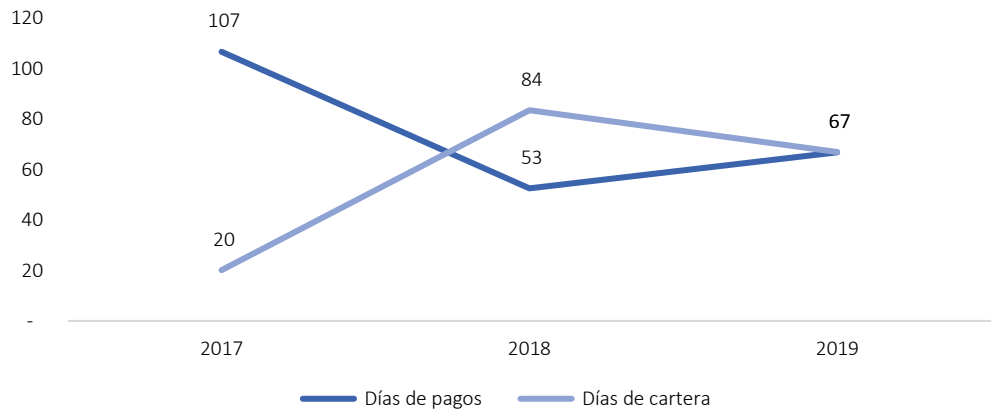


Gráfico 15: Días de cartera vs. días de pago.
Fuente: COHERVI S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Por otro lado, el patrimonio de la compañía pasó de financiar el 63,37% de los activos en 2017 a financiar el 37,77% de los activos en 2019, por el fuerte incremento de los activos para este periodo (cuentas por cobrar comerciales de largo plazo), y el 42,99% en la proyección. El patrimonio se incrementa debido a los buenos resultados de la compañía y al reparto de dividendos moderado 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 absorbido del rubro de aporte a futuras capitalizaciones que mantenía la compañía.

PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe COHERVI S.A. mantiene vigente 3 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:

| EMISIÓN | AÑO | APROBACIÓN | MONTO | ESTADO |
|---------------------------------|------|-------------------------------|---------------|---------|
| Primera Emisión de Obligaciones | 2018 | SCVS.INMV. DNAR.2018-00006487 | USD 4.000.000 | Vigente |
| Segunda Emisión de Obligaciones | 2019 | SCVS-INMV-DNAR-2019-00038516 | USD 4.000.000 | Vigente |
| Primer Programa Papel Comercial | 2020 | SCVS-INMV-DNAR-2020-00003478 | USD 4.000.000 | Vigente |

Tabla 20: Presencia Bursátil
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

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

| EMISIÓN | DÍAS BURSÁTILES | NÚMERO DE TRANSACCIONES | MONTO COLOCADO |
|---------------------------------|-----------------|-------------------------|----------------|
| Primera Emisión de Obligaciones | 218 | 16 | USD 4.000.000 |
| Segunda Emisión de Obligaciones | 8 | 5 | USD 4.000.000 |
| Primer Programa Papel Comercial | 105 | 6 | USD 3.936.000 |

Tabla 21: Liquidez de presencia bursátil
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En función de lo antes mencionado, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

INSTRUMENTO

En Milagro, dentro de la provincia del Guayas, el día 11 de mayo de 2020 se celebró la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de COHERVI S.A., en donde se resolvió y aprobó la Primer Programa de Papel Comercial por un monto de hasta USD 4.000.000,00.

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó el Primer Programa de Papel Comercial mediante la Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020- 00003478 con fecha 12 de Junio de 2020. Los valores del Primer Programa de Papel Comercial COHERVI S.A. se encuentran inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores bajo el No. 2020.G.02.002925.

El día 30 de junio de 2020 Metrovalores Casa de Valores S.A. empezó con la colocación de valores correspondiente al Primer Programa de Papel Comercial, colocando hasta el 13 de octubre de 2020 el 98,40% del monto aprobado.

| PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL | | | | | |
|---|--|---------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|--|
| Monto Emisión | USD 4.000.000,00 | | | | |
| Características | CLASES Clase A | MONTO 4.000.000 | PLAZO EMISIÓN 360 días | PLAZO INSTRUMENTO 720 días | PAGO DE CAPITAL Al vencimiento |
| Garantía | Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores | | | | |
| Destino de los recursos | Los recursos a captar serán para pagar pasivos con costo reduciendo 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 para tiendas pequeñas y nuevos negocios con el fin de incentivar a sus clientes. | | | | |
| Valor nominal | USD 1,00 | | | | |
| Base de cálculos de intereses | Cero cupón | | | | |
| Rescates anticipados | La presente emisión no contempla rescates anticipados. | | | | |
| Underwriting | La presente emisión no contempla un contrato de underwriting. | | | | |
| Estructurador financiero y agente colocador | Metrovalores Casa de Valores S.A. | | | | |
| Agente pagador | Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador. | | | | |
| 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 de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. | | | | |
| Límite de endeudamiento | Según lo dispone el literal f) del Artículo 164 de la Ley de Mercado Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus normas complementarias, la compañía COHERVI S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el OCHENTA POR CIENTO (80%) de los Activos de la empresa, todo esto en defensa de los intereses de los Obligacionistas. | | | | |

Tabla 22: Características del instrumento

Fuente: Metrovalores Casa de Valores S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

En el periodo que comprende la presente revisión del Papel Comercial, se encuentran colocadas las siguientes obligaciones:

| FECHA VALOR | MONTO COLOCADO | PRECIO | PLAZO | FECHA VENCIMIENTO |
|-------------|----------------|--------|-------|-------------------|
| 30/6/2020 | 600.000 | 96,18 | 181 | 28/12/2020 |
| 22/7/2020 | 688.000 | 94,32 | 271 | 19/4/2021 |
| 22/7/2020 | 1.548.000 | 94,32 | 271 | 19/4/2021 |
| 24/7/2020 | 1.000.000 | 93,51 | 357 | 16/7/2021 |
| 26/8/2020 | 50.000 | 92,61 | 359 | 20/8/2021 |
| 13/10/2020 | 50.000 | 92,61 | 181 | 12/4/2021 |

Tabla 23: Colocaciones (USD)

Fuente: Metrovalores Casa de Valores S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. con la información entregada por el emisor ha verificado que el emisor ha venido cancelando oportunamente los pagos correspondientes a capital e intereses del instrumento, según la tabla de amortización precedente. Del total del monto autorizado de la emisión, se colocó el 98,40%. Con lo expuesto anteriormente se da cumplimiento a los Numerales a y b, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

| GARANTÍAS Y RESGUARDOS | FUNDAMENTACIÓN | CUMPLIMIENTO |
|---|---|---------------|
| Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores. | El indicador promedio de liquidez fue de 1,25, a partir de la autorización de la oferta pública. | CUMPLE |
| Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. | Con corte septiembre 2020, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/ pasivos de 1,50. | CUMPLE |
| No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora | No hay obligaciones en mora. | CUMPLE |
| Mantener, durante la vigencia de la Emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25, según lo establecido en Artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. | Al 30 de septiembre de 2020, presentó una cobertura de activos depurados sobre obligaciones en circulación de 1,65 veces. | CUMPLE |
| LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO | FUNDAMENTACIÓN | CUMPLIMIENTO |
| 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 80% de los activos de la empresa. | Al 30 de septiembre de 2020 la relación de pasivos afecto al pago de intereses sobre los activos fue del 48,73%. | CUMPLE |

Tabla 24: Garantías y resguardos
Fuente: COHERVI S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

El Artículo 3, Sección I, Capítulo IV, 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, señala que “Los resguardos de la emisión de papel comercial que deberán constar en el programa, se refieren al establecimiento obligatorio por parte del emisor, de medidas orientadas a mantener el valor de la Garantía General”, por lo que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. ha verificado que se cumplen las garantías, resguardos y límite de endeudamiento. Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el Artículo 3, Sección I, Capítulo IV, 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.

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos menos deducciones de la empresa, con información financiera cortada al 30 de septiembre de 2020, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que señala que el monto máximo para emisiones de papel comercial amparadas con Garantía General no podrán exceder el 80% del total de activos menos deducciones, esto es: “Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; 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 determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor del Primer Programa de Papel Comercial de COHERVI S.A., así como de los valores que mantiene en circulación representa el 68,24% del 200% del patrimonio al 30 de septiembre de 2020 y el 136,48% del patrimonio, cumpliendo de esta manera según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

| 200% PATRIMONIO | MONTO |
|---|------------------|
| | USD |
| Patrimonio | 6.526.196 |
| 200% patrimonio | 13.052.392 |
| Saldo Titularización de Flujos en circulación | - |
| Saldo Emisión de Obligaciones en circulación | 8.907.071 |
| Nueva Emisión de Obligaciones | - |
| Total emisiones | 8.907.071 |
| Total emisiones/200% patrimonio | 68,24% |

Tabla 25: 200% patrimonio (USD)

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: GlobalRatings

PERFIL FINANCIERO

El perfil financiero de la entidad bajo análisis, en este caso COHERVI S.A., corresponde a un estudio de los estados financieros de la entidad emisora, históricos y proyectados, donde se analizan diferentes aspectos reflejados en el balance general, el estado de pérdidas y ganancias y los flujos de efectivo históricos y proyectados.

La metodología de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no considera los índices financieros de forma aislada para después entrar en algún sistema de ponderación. Por el contrario, supone que la calificación cuantitativa obtenida por una entidad responde a una acción conjunta de los indicadores que llevan a esa calificación. En este sentido, el conjunto de índices financieros reseñados y escogidos para ser estudiados, determinan una puntuación que refleja la posición relativa de la empresa frente a una muestra de entidades calificadas anteriormente por GlobalRatings lo que permite determinar un puntaje, que va de 1 para la entidad menos calificada hasta 10 para entidad más calificada. El puntaje obtenido por medio de un sistema de regresión lineal permite cuantificar, en la medida de lo posible, las características con respecto a la capacidad del emisor para realizar, dentro de los plazos establecidos y en su totalidad, los pagos correspondientes a intereses y principal de su deuda. Con esta consideración, el análisis se centra en tres aspectos financieros principales: liquidez, endeudamiento y solvencia, y rendimiento.

Una vez determinado el puntaje reseñado, el perfil financiero se determina en una segunda fase, que analiza algunos índices que permiten conocer aspectos trascendentales como la evolución de la deuda neta, la capacidad de pago de esa deuda con varios parámetros de medición y los márgenes de maniobra que tiene la empresa para cumplir a cabalidad con el servicio de la deuda sin menoscabar su operatividad.

PREMISAS DE PROYECCIÓN

En consideración a lo anterior, el análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. En el caso puntual de COHERVI S.A. así como de 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 de la empresa han contribuido a que la compañía mantenga sus operaciones con relativa normalidad alcanzando niveles de ingresos superiores a los de su interanual. Por lo tanto, en un escenario conservador, para 2020 se proyecta un incremento de las ventas respecto de 2019 (38%) para retomar un crecimiento estable del (5%) en los años siguientes. En lo que respecta al del costo de ventas, esta variable tuvo una tendencia creciente entre 2017 (74,27%) y septiembre 2020 (80,50%). Este comportamiento obedece en parte a las condiciones del mercado y a la dinámica de precios de los productos comercializados principalmente productos que no gravan I.V.A. lo cuales tienen un margen de ganancia inferior, pero es indudable que buena parte de la variación marginal del costo de ventas señalado corresponde a una adecuada gestión por parte de la compañía. En línea con lo anterior, se proyecta un costo de ventas del 81% para el 2020 y descendiente 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 lo que respecta al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera se mantenga similar a la proporción de ventas que alcanzó en 2019 sin que se estime un deterioro mayor al histórico debido al giro

de negocio es poco probable que los clientes que mantiene la empresa presenten un riesgo, además de las propias políticas de cobro de la compañía. Los inventarios aumentarán consistentemente con las ventas y no se estima una inversión mayor en activos fijos a pesar de que la proyección deja una cantidad de efectivo que podría utilizarse para este propósito. De producirse dicha utilización, el total del activo no variará mayormente. Cabe señalar que las premisas utilizadas en estos rubros se consideran conservadoras frente a la realidad de la compañía. Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una participación creciente del apalancamiento con proveedores y con el mercado de valores y con una deuda neta que se mantenga estable en los años siguientes.

| PREMISAS | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | CRITERIO |
|------------------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|-------------------------------|
| | Actual | Actual | Actual | Proyect | Proyect | Proyect | |
| Ingresos de actividades ordinarias | 7.062 | 10.134 | 9.074 | 38% | 5% | 5% | |
| Costo de ventas y producción | 74% | 78% | 80% | 81,00% | 80,00% | 80,00% | Porcentaje sobre ventas |
| Gasto de Ventas | -18% | -9% | -15% | -11% | -12% | -12% | Porcentaje sobre ventas |
| Cuentas por Cobrar (CP) | 6% | 23% | 19% | 21% | 21% | 21% | Porcentaje sobre ventas |
| Cuentas por Cobrar (LP) | 0% | 25% | 55% | 42% | 42% | 42% | Porcentaje sobre ventas |
| Provisiones | 22% | 2% | 1% | 3% | 3% | 3% | Porcentaje sobre C x C |
| Inventarios | 71% | 12% | 26% | 38% | 38% | 38% | Porcentaje sobre Costo Ventas |
| Cuentas por Pagar (CP) | 30% | 15% | 19% | 13% | 13% | 13% | Porcentaje sobre Costo Ventas |

Tabla 26: Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: GlobalRatings

ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

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.

| ÍNDICES | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|--------|--------|--------|------------|------------|------------|
| | Actual | Actual | Actual | Proyectado | Proyectado | Proyectado |
| Activos Corrientes / Pasivos Corrientes | 1,70 | 1,04 | 1,24 | 1,00 | 1,00 | 1,68 |
| Pasivos Corrientes / Pasivos Totales | 0,80 | 0,79 | 0,56 | 0,77 | 0,75 | 0,45 |
| Pasivos Totales / Activos Totales | 0,37 | 0,42 | 0,62 | 0,67 | 0,61 | 0,59 |
| Deuda Financiera / Pasivos Totales | 0,31 | 0,58 | 0,65 | 0,74 | 0,70 | 0,69 |
| Deuda LP / Activos Totales | 0,04 | 0,08 | 0,26 | 0,14 | 0,14 | 0,30 |
| EBITDA / Gastos Financieros | 4,33 | 3,26 | 2,25 | 1,86 | 2,27 | 1,96 |
| Utilidad Operacional / Ventas | 0,02 | 0,07 | 0,09 | 0,08 | 0,09 | 0,10 |
| Margen Bruto / Ventas | 0,26 | 0,22 | 0,20 | 0,19 | 0,20 | 0,20 |
| Utilidad Neta / Patrimonio | 0,04 | 0,08 | 0,04 | 0,04 | 0,06 | 0,06 |

Tabla 27: Índices financieros reales y proyectados.

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: GlobalRatings

LIQUIDEZ

COHERVI S.A. mantuvo un índice de liquidez superior a la unidad durante el periodo 2017 -2019. La proyección da como resultado un índice superior a la unidad con años como el 2020 y 2021 donde este se va a presentar inferior ante la colocación de emisión de deuda de corto plazo que incrementará la proporción de pasivos de corto plazo, así como su relación frente activos corrientes. Sin embargo, la disminución progresiva del total de pasivo y el vencimiento del Primer Programa de Papel Comercial para el 2021, adicionalmente a los vencimientos de préstamos de largo plazo con entidades financieras hacen que la proporción de pasivos corrientes sobre el total de pasivos baje considerablemente hacia el 2022 y en adelante ampliando los niveles de liquidez de la compañía. 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.

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.

ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Los índices seleccionados demuestran que la empresa se encuentra bien capitalizada y todos los indicadores, tanto históricos como proyectados demuestran una tendencia favorable. En efecto, la proporción del activo que es financiada por pasivos pasa del 37% en 2017 a 62% en 2019 con una proyección del 57% al 2024 manteniendo una tendencia a la baja a partir del 2020, lo que indica el buen nivel de capitalización de la

compañía. Por su parte, la deuda financiera, es decir aquella con costo mantiene estable su porcentaje frente al total de pasivos en la proyección y en el histórico una tendencia creciente pasando del 31% en 2017 a 65% en 2019, dicho comportamiento corresponde al crecimiento de la compañía y a una mayor necesidad de financiamiento para el mismo, el cual se espera se mantenga durante la vigencia de la emisión. Algo similar puede decirse respecto del porcentaje de activos financiados con deuda de largo plazo, índice que presenta la misma tendencia producto del incremento de la deuda financiera en el financiamiento. Todos los índices de solvencia analizados tienen como corolario estabilidad en la relación EBITDA sobre gastos financieros, índice que denota una cobertura de este tipo de gastos más que suficiente con el EBITDA disponible, situación que varía dependiendo de la necesidad de financiamiento de la empresa. Desde el punto de vista de solvencia, la situación de COHERVI S.A. es adecuada.

RENTABILIDAD

COHERVI S.A. es una empresa que se caracteriza por la generación de resultados consistentemente positivos. Los niveles de margen bruto de la compañía mantuvieron una tendencia a la baja durante el periodo analizado producto de la dinámica de precios de los productos comercializados, principalmente de aquellos que no generan un cargo impositivo y cuyo margen de contribución es inferior de aquellos que mantienen una carga impositiva producto de lo cual la utilidad bruta pasó de un 26% en 2017 al 20% para el cierre de 2019, sin embargo, manteniendo buenos niveles frente al sector. La utilidad operacional, por su parte, llegó a niveles del 9% sobre las ventas en 2019 desde el 2% del 2017. Se estima que esta se mantendrá en niveles crecientes durante el periodo de vigencia de la Emisión, alcanzando el 12% de las ventas, lo que le permite retener una cantidad suficiente de ingresos para cubrir los gastos ordinarios de la operación. El margen bruto se mantendrá estable en los años proyectados.

Tomando en cuenta el incremento del gasto financiero para el 2019, el rendimiento sobre el patrimonio se mantuvo estable durante el periodo de análisis pasando de un 3,95% el 2017 a un 4,14% el 2019, siendo el 2018 el punto más alto (7,94%). La proyección indica que este rendimiento fluctuará entre el 4% y 8% en el periodo proyectado tomando en cuenta el escenario de estrés que se realiza. Rendimientos de esa naturaleza son excelentes para cualquier empresa y constituyen un fiel reflejo de las adecuadas políticas de gestión de la compañía.

INDICADORES PROYECTADOS

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.

| DEUDA NETA | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | SEPTIEMBRE 2019 | SEPTIEMBRE 2020 |
|---|--------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------------|-----------------|
| | Actual | Actual | Actual | Proyect | Proyect | Proyect | Interanual | Interanual |
| Obligaciones con entidades financieras CP | 640 | 600 | 580 | 393 | 633 | 1.839 | 502 | 66 |
| Obligaciones emitidas CP | - | 1.110 | 1.979 | 6.578 | 4.612 | 78 | 310 | 1.699 |
| Obligaciones con entidades financieras LP | 380 | 139 | 396 | 1.503 | 2.370 | 5.531 | 697 | 396 |
| Obligaciones emitidas LP | - | 667 | 3.922 | 1.280 | 168 | 90 | 1.841 | 7.208 |
| Efectivo y equivalentes al efectivo | 54 | 194 | 1.886 | 2.411 | 577 | 340 | 191 | 1.308 |
| Activos financieros disponibles para la venta | - | - | - | - | - | - | - | 1.235 |
| | 966 | 2.321 | 4.991 | 7.343 | 7.205 | 7.198 | 3.158 | 6.825 |

Tabla 28: Evolución deuda neta (miles USD).

Fuente: COHERVI S.A.; Elaboración: GlobalRatings

La deuda neta de la empresa, es decir la deuda con costo financiero menos el efectivo disponible, tuvo una evolución creciente durante el periodo 2017 – 2019. En 2019 alcanzó su nivel máximo (USD 4,99 millones) empujada por la colocación de valores correspondientes a la Segunda Emisión de Obligaciones. De ahí en adelante, la deuda con entidades financieras de corto como de largo plazo presentan un incremento importante tomando en cuenta la no adquisición de nueva deuda con el Mercado de Valores, sin embargo, en la proyección resulta una disminución gradual a partir de los USD 7,35 millones del 2020, ante la colocación de valores correspondientes al Primer Programa de Papel Comercial para seguir en vía descendente en el futuro, alcanzando una deuda neta de USD 7,07 millones para 2024.

| INDICADORES | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | SEPTIEMBRE 2019 | SEPTIEMBRE 2020 |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------------------|--------------------|
| | Actual | Actual | Actual | Proyect | Proyect | Proyect | Interanual | Interanual |
| Deuda Neta | 966 | 2.321 | 4.991 | 7.343 | 7.205 | 7.198 | 3.158 | 6.825 |
| Flujo Libre de Efectivo (FLE) | (432) | (442) | (106) | (2.292) | 334 | 204 | - | - |
| Necesidad Operativa de Fondos | 2.588 | 2.179 | 2.223 | 5.147 | 5.398 | 5.668 | 1.927 | 4.656 |
| Años de Pago con EBITDA (APE) | 2,5 | 2,7 | 4,8 | 6,1 | 5,0 | 4,3 | 9,7 | 7,2 |
| Años de Pago con FLE (APF) | - | - | - | - | 21,6 | 35,4 | - | - |
| Servicio de Deuda (SD) | 37 | 710 | 287 | 794 | 7.033 | 5.757 | 344 | 262 |
| Razón de Cobertura de Deuda DSCRC | 10,58 | 1,22 | 3,62 | 1,51 | 0,21 | 0,29 | 0,71 | 2,70 |

Tabla 29: Evolución de indicadores.

Fuente: COHERVI S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Los Estados Financieros históricos y proyectados revelan que la compañía está en capacidad de generar flujos positivos mediante sus actividades operativas, aún bajo escenarios estresados y teniendo en cuenta la situación que atraviesa el país. Como se explicó anteriormente, COHERVI S.A. mantiene 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 presentan un incremento importante hacia el 2021 tomando en cuenta que para los años anteriores el Flujo Libre de Efectivo se presentaba negativo dado el propio giro de negocio de la compañía, por lo cual no se presentaban valores, tomando en cuenta un flujo de operación positivo, la relación presenta indicadores altos, los cuales se esperan disminuyan en concordancia con la disminución de la deuda neta. El servicio de la deuda que tenía valores de USD 287 mil en 2019 con una tendencia decreciente, presentan un importante incremento en las proyecciones por obligaciones emitidas de corto plazo, específicamente el Primer Programa de Papel Comercial aprobado en 2020 y tomando en cuenta el revolving para el 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 mantiene la compañía, se proyectan que estas continúen la tendencia, a excepción de los años 2021 y 2022 fruto del Papel Comercial vigente, evidenciando la capacidad de la compañía de hacer frente a la deuda adquirida. 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, mantiene cuentas por pagar bajas durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis.

FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO

Bajo un escenario estresado versus las proyecciones de la compañía, y tomando en cuenta las premisas antes mencionadas, COHERVI S.A. genera un flujo neto de efectivo positivo cumpliendo todas sus obligaciones financieras y no financieras durante el periodo de vigencia de la presente Emisión de Obligaciones. Para el cierre del 2020 se proyecta un flujo de efectivo de USD 2,41 millones y para el cierre de 2022 de USD 340 mil.

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

AA (+)

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

| FECHA | CALIFICACIÓN | CALIFICADORA |
|----------------------|--------------|---------------|
| Calificación inicial | AA (+) | GlobalRatings |

Tabla 30: Historial de calificación

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

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

El Informe de Calificación de Riesgos del Primer Programa de Papel Comercial 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 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | SEPTIEMBRE 2019 | SEPTIEMBRE 2020 |
|---|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|
| | Actual | Actual | Actual | Proyectado | Proyectado | Proyectado | Interanual | Interanual |
| ACTIVO | 8.903 | 10.487 | 16.892 | 19.886 | 18.285 | 18.490 | 12.472 | 19.226 |
| ACTIVO CORRIENTE | 4.422 | 3.579 | 7.308 | 10.169 | 8.325 | 8.276 | 4.196 | 9.330 |
| Efectivo y equivalentes al efectivo | 54 | 194 | 1.886 | 2.411 | 577 | 340 | 191 | 1.308 |
| Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP | 395 | 2.353 | 1.688 | 2.633 | 2.765 | 2.903 | 2.050 | 2.034 |
| Inventarios | 3.748 | 988 | 1.878 | 3.859 | 4.002 | 4.202 | 1.751 | 3.848 |
| ACTIVO NO CORRIENTE | 4.481 | 6.907 | 9.584 | 9.717 | 9.960 | 10.214 | 8.277 | 9.897 |
| Propiedades, planta y equipo | 4.839 | 4.635 | 4.944 | 4.926 | 5.024 | 5.124 | 3.800 | 4.927 |
| Terrenos | 2.479 | 2.479 | 2.479 | 2.479 | 2.479 | 2.479 | 2.379 | 2.479 |
| (-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo | (2.837) | (2.767) | (2.840) | (2.954) | (3.072) | (3.195) | (1.841) | (2.889) |
| Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados LP | - | 2.561 | 5.002 | 5.266 | 5.529 | 5.806 | 3.939 | 5.380 |
| PASIVO | 3.261 | 4.370 | 10.512 | 13.237 | 11.150 | 10.847 | 6.225 | 12.700 |
| PASIVO CORRIENTE | 2.605 | 3.446 | 5.889 | 10.149 | 8.307 | 4.922 | 3.345 | 4.797 |
| Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP | 1.555 | 1.162 | 1.343 | 1.346 | 1.369 | 1.438 | 1.874 | 1.225 |
| Obligaciones con entidades financieras CP | 640 | 600 | 580 | 393 | 633 | 1.839 | 502 | 66 |
| Obligaciones emitidas CP | - | 1.110 | 1.979 | 6.578 | 4.612 | 78 | 310 | 1.699 |
| Otras Cuentas por pagar | 71 | 324 | 1.675 | 1.558 | 1.449 | 1.347 | 417 | 1.569 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 656 | 924 | 4.623 | 3.088 | 2.843 | 5.925 | 2.880 | 7.904 |
| Obligaciones con entidades financieras LP | 380 | 139 | 396 | 1.503 | 2.370 | 5.531 | 697 | 396 |
| Obligaciones emitidas LP | - | 667 | 3.922 | 1.280 | 168 | 90 | 1.841 | 7.208 |
| PATRIMONIO NETO | 5.641 | 6.116 | 6.380 | 6.649 | 7.135 | 7.642 | 6.247 | 6.526 |
| Capital suscrito o asignado | 2.000 | 2.000 | 2.000 | 3.617 | 3.617 | 3.617 | 2.000 | 3.617 |
| Aportes para futuras capitalizaciones | 1.617 | 1.617 | 1.617 | - | - | - | 1.617 | 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 |
| Ganancias o pérdidas acumuladas | - | 190 | 627 | 891 | 1.133 | 1.595 | 627 | 865 |
| Ganancia o pérdida neta del periodo | 223 | 486 | 264 | 242 | 462 | 461 | 131 | 146 |

| ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | SEPTIEMBRE 2019 | SEPTIEMBRE 2020 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-----------------|
| | Actual | Actual | Actual | Proyectado | Proyectado | Proyectado | Interanual | Interanual |
| Ingresos de actividades ordinarias | 7.062 | 10.134 | 9.074 | 12.538 | 13.165 | 13.824 | 8.125 | 9.006 |
| Costo de ventas y producción | 5.244 | 7.953 | 7.225 | 10.156 | 10.532 | 11.059 | 6.581 | 7.250 |
| Margen bruto | 1.817 | 2.181 | 1.849 | 2.382 | 2.633 | 2.765 | 1.544 | 1.756 |
| (-) Gastos de administración | (439) | (527) | (379) | (493) | (567) | (595) | (337) | (270) |
| (-) Gastos de ventas | (1.248) | (925) | (1.337) | (1.411) | (1.514) | (1.590) | (1.061) | (822) |
| (+) Otros ingresos operacionales | - | - | 708 | 502 | 658 | 829 | - | - |
| Utilidad operativa | 129 | 730 | 842 | 980 | 1.211 | 1.409 | 145 | 664 |
| (-) Gastos financieros | (91) | (265) | (463) | (646) | (639) | (852) | (401) | (569) |
| Ingresos (gastos) no operacionales neto | 320 | 297 | 36 | 31 | 125 | 138 | 461 | 134 |
| Utilidad antes de participación e impuestos | 358 | 762 | 414 | 365 | 697 | 695 | 205 | 229 |
| (-) Participación trabajadores | (54) | (114) | (62) | (55) | (104) | (104) | (31) | (34) |
| Utilidad antes de impuestos | 304 | 648 | 352 | 311 | 592 | 591 | 174 | 194 |
| (-) Gasto por impuesto a la renta | (81) | (162) | (88) | (68) | (130) | (130) | (44) | (49) |
| Utilidad neta | 223 | 486 | 264 | 242 | 462 | 461 | 131 | 146 |
| EBITDA | 393 | 863 | 1.040 | 1.199 | 1.451 | 1.674 | 245 | 707 |

| ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|------------|------------|------------|
| | Actual | Actual | Actual | Proyectado | Proyectado | Proyectado |
| Flujo Actividades de Operación | (432) | (442) | (106) | (2.292) | 334 | 204 |
| Flujo Actividades de Inversión | 282 | 204 | (309) | (87) | (221) | (242) |
| Flujo Actividades de Financiamiento | 175 | 379 | 2.106 | 2.904 | (1.947) | (199) |
| Saldo Inicial de Efectivo | 29 | 54 | 194 | 1.886 | 2.411 | 577 |
| Flujo del período | 24 | 141 | 1.691 | 525 | (1.834) | (237) |
| Saldo Final de efectivo | 54 | 194 | 1.886 | 2.411 | 577 | 340 |

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 junio 2020

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

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

| INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME | |
|--|---|
| INFORMACIÓN MACRO | Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor. |
| INFORMACIÓN EMISOR | Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal. |
| INFORMACIÓN EMISIÓN | Documentos legales de la Emisión. |
| OTROS | Otros documentos que la compañía consideró relevantes. |

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.