

CALIFICACIÓN:

Primera Emisión de Obligaciones	AA
Tendencia	+
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	Enero 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 de manera significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

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

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

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

CONTACTO

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

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para la Primera Emisión de Obligaciones de COTZUL S.A. en comité No.213-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 30 de julio 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 a mayo de 2020. (Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-SA-2019-00001579 aprobada el 21 de febrero de 2019 por un monto de USD 1.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector comercial registró una caída durante los años 2016 y 2017 producto de las medidas de comercio adoptadas por el Gobierno, como aranceles y salvaguardias. Sin embargo, para el año 2018 el sector registró una recuperación importante por diferentes circunstancias que mejoraron el consumo a nivel nacional, tales como la firma de nuevos tratados comerciales y la eliminación de salvaguardias. Para diciembre 2019 el consumo de la economía registró un crecimiento ralentizado y se vio afectado por la paralización de la economía por las manifestaciones registradas en el mes de octubre. En lo que va del año 2020, el sector comercial se ha visto afectado por la actual emergencia sanitaria ocasionada por COVID-19, donde se tomaron medidas por parte del Gobierno Central de restricción de movilidad de mercancías y personas, lo que ha ocasionado decrecimiento en el consumo y menor actividad comercial. Conforme se levantan las restricciones, se estima una recuperación paulatina de la economía en general.
- A partir del año 2016, COTZUL S.A. presentó un crecimiento sostenido durante la fecha de análisis a través de la implementación de diferentes estrategias comerciales que consolidaron sus ventas y su participación de mercado. Se apreció la flexibilidad operativa de la compañía al adaptar sus operaciones a la demanda del mercado durante el año 2017, incluso llegando a cambiar líneas de productos comercializados. Además, tuvo un nuevo enfoque hacia nuevos productos y segmentos de clientes ajustándose a la demanda del mercado. La compañía no cuenta con un Directorio ni con lineamientos de Gobierno Corporativo. Sin embargo, sus ejecutivos gestionan adecuadamente los elementos estratégicos, administrativos y financieros debido a que cuentan con amplia experiencia empresarial.
- Las garantías que respaldan la emisión se han cumplido cabalmente, generando una cobertura adecuada sobre límites preestablecidos, evidenciando el cumplimiento de los resguardos generales, del resguardo adicional que consiste en no repartir más del 50% de los dividendos del periodo anterior y el límite de endeudamiento que determina que el Emisor deberá mantener la relación de pasivos con costo no mayor a 1,50 veces sobre el patrimonio. Las consecuencias de la emergencia sanitaria son difíciles de predecir y el volumen de ventas a mayo de 2020 es sensiblemente menor a lo esperado. La compañía se acogió a la resolución JPRMF-2020-0113-O que permite reprogramar la fecha de pago de los cupones lo que disminuye los requerimientos de liquidez a cortísimo plazo.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

En el año 2017., la compañía pasó por un proceso de transición en su estructura y estrategia comercial, optando por comercializar productos con mayor margen de ganancia. De esta forma se desconcentraron las ventas de repuestos electrónicos y se enfocaron en la venta de productos de audio y video que comercializan en la actualidad. Con esta nueva estrategia comercial, las ventas de la compañía crecieron constantemente en el periodo analizado.

De esta forma, los resultados de la compañía se mantuvieron positivos en el periodo mencionado. Para mayo de 2020, producto de la crisis sanitaria a nivel mundial ocasionada por el COVID-19 y las medidas de confinamiento optadas por el Gobierno Central, se vio una disminución de la demanda de productos que comercializa el Emisor, provocando que las ventas se reduzcan y se registre un monto mínimo histórico.

La deuda neta mostró un comportamiento creciente en el periodo de estudio por el incremento de los pasivos con la colocación de la Primera Emisión de Obligaciones y el incremento de la deuda bancaria. Por el desfase de los días de pago frente a los días de cobro de cartera, tomando en cuenta la política de cuentas por pagar que requieren de anticipos en efectivo para los proveedores, se registró un Flujo Libre de Efectivo negativo para el periodo entre 2017 y 2019. La Necesidad Operativa de Fondos se mantuvo estable con valores alrededor de los USD 2,92 millones, considerando el poco financiamiento recibido por parte de proveedores. De esta manera se evidencia la necesidad de la compañía de financiamiento externo adicional o a través de recursos propios. El Servicio de Deuda fue negativo en el 2017 por el monto mantenido de efectivo y equivalente, pero su tendencia fue marcadamente positiva para los años 2018 y 2019 como consecuencia del incremento de los pasivos con costo.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	MAYO 2019	MAYO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	4.947	5.914	5.881	3.750	4.500	4.950	2.123	1.363
Utilidad operativa	460	541	215	3	62	305	41	(139)
Utilidad neta	308	309	55	(83)	6	248	10	(205)
EBITDA	488	573	248	36	94	338	98	(108)
Deuda Neta	203	844	1.786	405	841	836	1.210	1.707
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	(119)	(731)	(844)	1.382	(438)	1	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	2.292	3.161	3.317	2.256	2.731	3.004	2.848	3.501
Servicio de Deuda (SD)	-	582	862	1.665	366	771	-	1.057
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	-	0,98	0,29	0,02	0,26	0,44	-	-
Capital de Trabajo	2.138	2.349	2.568	2.293	2.203	2.488	2.286	2.289
ROE	14,01%	13,28%	2,25%	-3,46%	0,27%	9,29%	1,07%	-21,85%
Apalancamiento	0,52	0,66	1,09	0,50	0,69	0,65	0,81	1,15

Tabla 1: Resultados e indicadores.

Fuente: COTZUL S.A.; Elaboración: GlobalRatings

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

El panorama al cierre del año 2020 es todavía incierto, pero se tienen expectativas de decrecimiento para la mayor parte de sectores de la economía. Para COTZUL S.A., se espera que paulatinamente vuelva al nivel de operatividad normal al cierre del año, pero aún se estima un decrecimiento en sus ingresos frente al año anterior por la paralización de la economía. Asimismo, se mantuvieron proyecciones conservadoras para los resultados y se proyectó una pérdidas mínima para el año 2020, que incrementarán con el paso del tiempo conforme se reactive la economía a nivel mundial.

La deuda neta estima caer en el 2020 por el menor capital de trabajo requerido producto de la pandemia y emergencia sanitaria. Para los años 2021 y 2022, la deuda neta estima incrementarse conforme se vaya recuperando el nivel normal de operatividad. El Flujo Libre de Efectivo estima para el año 2020, romper su tendencia negativa considerando la emergencia sanitaria con lo que los plazos de pago se extenderán y las importaciones se reducirán. Para años posteriores se estima recuperar la tendencia histórica vista en el periodo de estudio. Para años proyectados se estima una reducción de la Necesidad Operativa de Fondos por debajo de la media histórica como consecuencia de la caída del capital de trabajo producto de la pandemia. Para el año 2022 se espera recuperar valores coherente con el histórico, una vez retomado el nivel de ventas y capital de trabajo. Para los años proyectados, el valor del Servicio de Deuda estima reducirse conforme se van cancelando las obligaciones financieras y la Primera Emisión de Obligaciones. La Razón de Cobertura de Deuda se estima mantener menor a la unidad, coherente con el comportamiento histórico, pero con una marcada tendencia positiva conforme se vaya reactivando la economía y se incrementen las ventas.

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 son 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 fortalezas que permitirán sortear el escenario antes mencionado con el incremento de recursos financieros de corto plazo conforme se retome la actividad económica normal en lo queda del año 2020.

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., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. Las condiciones de emergencia derivadas de la pandemia han afectado al entorno económico de manera general. Algunas industrias y negocios se encuentran paralizadas y otras operando con muchas limitaciones y restricciones. El gobierno ha tomado medidas para atenuar este efecto en las empresas, pero es probable que resulten insuficientes. Las medidas gubernamentales junto a un análisis detallado del portafolio de clientes y políticas de cobro definidas mitigan parcialmente este riesgo.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio que permite mitigar este riesgo y puede transferir el incremento de costos.
- 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.
- El tipo de cambio afecta directamente a las ventas y al costo de los productos importados generando que los márgenes de la compañía fluctúen. La empresa se mitiga este riesgo mediante el establecimiento de relaciones estratégicas con proveedores del exterior y compra al por mayor para garantizar los mejores costos de venta posibles.
- Al importar aparatos electrónicos con diversos tipos de tecnología, es necesaria una constante innovación en los productos comercializados por el avance acelerado de la tecnología. La compañía mitiga este riesgo a través de la compra de los últimos modelos del mercado en el exterior y con una constante rotación de inventarios a través de su estrategia de compra de mercadería.
- El sector comercial depende mucho de la economía general del país y del dinamismo de consumo. Una reducción en el consumo nacional, por contracción de liquidez en el sistema podría reducir el volumen de ventas y la utilidad de la compañía. COTZUL S.A. mitiga este riesgo a través de un análisis periódico de los resultados de la compañía, donde, de acuerdo con el nivel de demanda registrada, realizan compra de inventarios, adaptando sus costos y compra de inventarios al consumo general de la economía.
- Existe un riesgo de la presencia de nuevos competidores en el mercado por el bajo nivel de barreras de entrada del sector. La compañía mitiga este riesgo a través de un constante monitoreo de todas sus líneas de ventas y de su participación de mercado reaccionando rápidamente en caso de existir un competidor fuerte.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por

medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica que existen riesgos previsible de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. Al ser el 47,56% 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. Asimismo, el riesgo se mitiga con varias pólizas de seguros que mantiene sobre sus activos con una cobertura total de USD 1,11 millones con Generali Ecuador Compañía de Seguros S.A.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene y a través de un análisis riguroso de la capacidad de pago de cada uno. Asimismo, la compañía cuenta con un riguroso sistema de cobro, a través del cual se utilizan las mejores prácticas para garantizar una cartera saludable y bajos índices de incobrabilidad.

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 COTZUL S.A. no se registran cuentas por cobrar con compañías relacionadas, por lo que no existen riesgos asociados con éstas.

INSTRUMENTO

COTZUL S.A..						
Características	CLASES	MONTO USD	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	500.000	720 días	8,50%	Trimestral	Trimestral
	B	500.000	1.080 días	9,00%	Trimestral	Trimestral
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	No					
Destino de los recursos	Los recursos provenientes de la colocación de los valores de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, serán utilizados en un 50% aproximadamente para capital de trabajo, el cual consistirá en actividades de pago de proveedores y/o en un 50% aproximadamente para la reestructuración de pasivos, consistentes en el pago de pasivos con instituciones bancarias.					
Estructurador financiero	Picaval Casa de Valores S.A.					
Agente Colocador	Picaval Casa de Valores S.A.					
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes de obligacionistas	Avalconsulting Cía. Ltda.					

- Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la Oferta Pública y hasta la redención total de los valores.
- Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a uno punto veinte y cinco (1,25).

COTZUL S.A..	
Límites al endeudamiento	■ Mantener una relación de endeudamiento de pasivos con costo no mayor a 1,50 veces sobre el patrimonio.
Resguardo adicional	■ No repartir dividendos en efectivo por un porcentaje mayor al 50% de las utilidades generadas en el ejercicio del año anterior.

Tabla 2: Resumen instrumento.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública; **Elaboración:** GlobalRatings

El Informe de Calificación de Riesgos de la Primera Emisión de Obligaciones de COTZUL 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

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%	-6,27%	3,86%
	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

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*.

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 México (-10,5%)¹.

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 mayo de 2020. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 40 por barril.

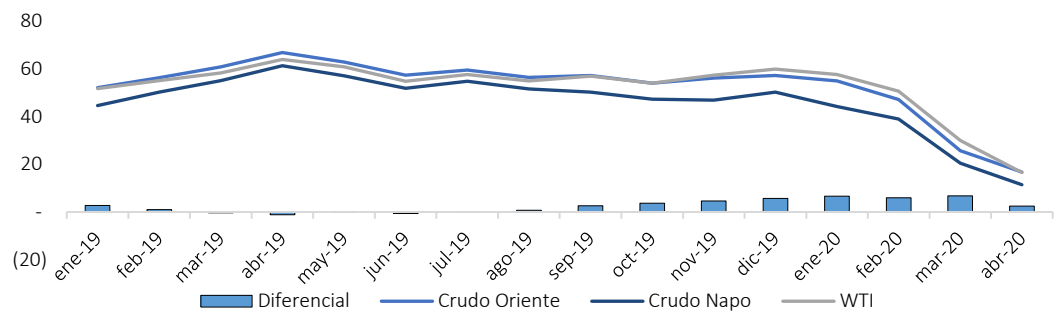


Gráfico 1: Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

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

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>

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, mayo). Información Estadística Mensual No. 2019- Mayo 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>

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 mayo, 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 mayo de 2020 se contrajo debido al deterioro en los niveles de ventas, y al diferimiento en los pagos del impuesto a 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 mayo 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 mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios, atada al comportamiento de los precios internacionales.

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.

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, mayo). 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

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 - mayo 2020	5.561,87	-15,95%
Deuda pública (millones USD)	mayo 2020	58.418,30	4,85%
Deuda pública (% PIB)	mayo 2020	60,53%	9,48%
Deuda interna (millones USD)*	mayo 2020	16.853,38	1,30%
Deuda externa (millones USD)	mayo 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.

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.

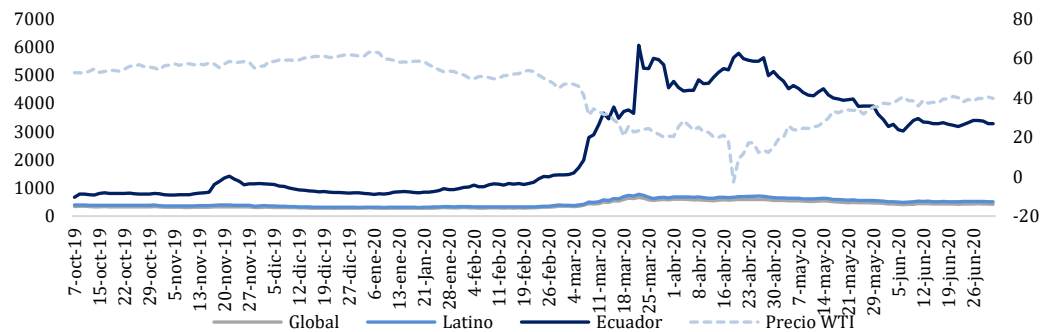


Gráfico 2: Evolución Riesgo País (EMBI).

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

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>

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*.

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 trabajadores informales, por lo cual es previsible un deterioro en la calidad de vida de la población. Entre enero y mayo 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	MAYO 2019	MAYO 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 mayo. 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

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

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

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

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

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	mayo 2020	3.402	18,93%	-16,69%
Reservas bancarias	mayo 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 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 mayo 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 a la movilidad decretadas en marzo 2020 y la reactivación gradual de las diversas actividades económicas, el comercio electrónico ha ganado participación y se ha convertido en una 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, y la retracción se extendió hasta 2016²⁴.

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

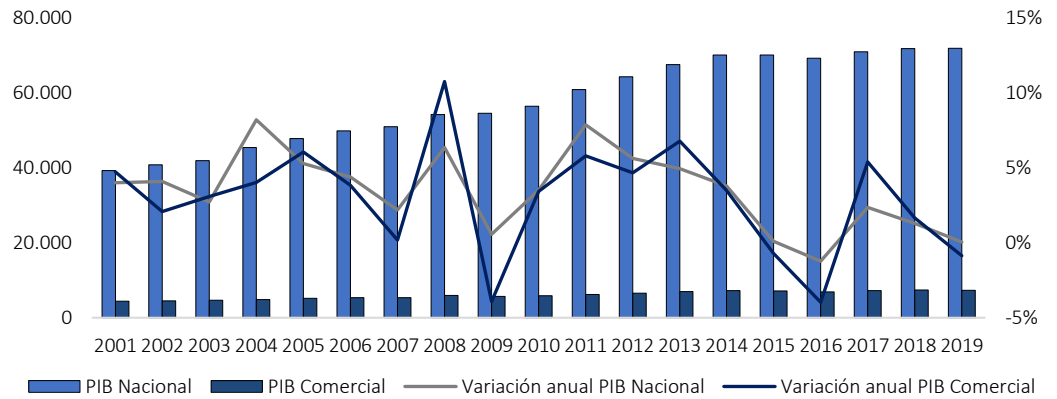


Gráfico 3: Crecimiento anual del PIB real.

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

A partir de 2017 el sector presentó un comportamiento creciente que se extendió 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 1% con respecto al mismo periodo de 2020. El sector comercial se vio gravemente afectado por la emergencia sanitaria provocada por el Covid-19. De acuerdo con Iván Ontaneda, ministro de Producción, Comercio Exterior, Inversión y Pesca, las pérdidas en el sector comercial sobrepasaron los USD 350 millones en la primera semana de inactividad y se estima que llegaron a USD 884 millones al cierre del mes de marzo. Aproximadamente el 70% de las operaciones productivas 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 involucrados en el sector de exportaciones²⁶, que presentó problemas de iliquidez, debido al incumplimiento de los pagos, especialmente aquellos provenientes de Asia.

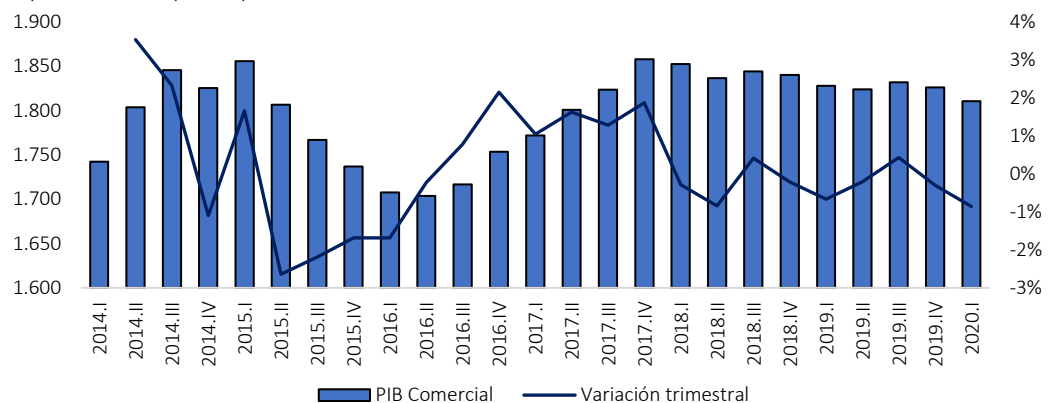


Gráfico 4: Evolución trimestral del PIB real (USD millones).

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 2020 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 a nivel nacional. Actualmente, la situación del sector comercial es compleja debido a las restricciones en la movilidad impuestas por la emergencia sanitaria en marzo de 2020 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. No obstante, se evidenció un crecimiento significativo en las ventas a través de herramientas

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.

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 aceptó la propuesta realizada por la Federación de Cámaras de Comercio del Ecuador y la Cámara de Comercio de Guayaquil, en la que se solicitó permitir la reapertura de ciertas categorías de negocios a través de atención online y con entrega a domicilio. Estas categorías incluyen electrodomésticos, aparatos electrónicos, muebles, artículos de ferretería y hogar, prendas de vestir, productos cosméticos y de belleza, repuestos de vehículos, juguetes, papelería y librería, entre otros²⁷. Esto permitió compensar parcialmente la caída en las ventas del sector, generando ingresos por aproximadamente USD 400 millones²⁸.

El **Índice de Nivel de Actividad Registrada** de las actividades de comercio al por mayor y al por menor alcanzó los 56,93 puntos para abril de 2020, cifra que representa una disminución de 41,77% con respecto a abril de 2019, y una caída de 23,40% con respecto al mes de marzo de 2020. Se espera que los niveles de actividad del sector comercial a partir de mayo de 2020 incrementen gradualmente con el levantamiento de restricciones de movilidad y el incremento de ventas online y a domicilios.

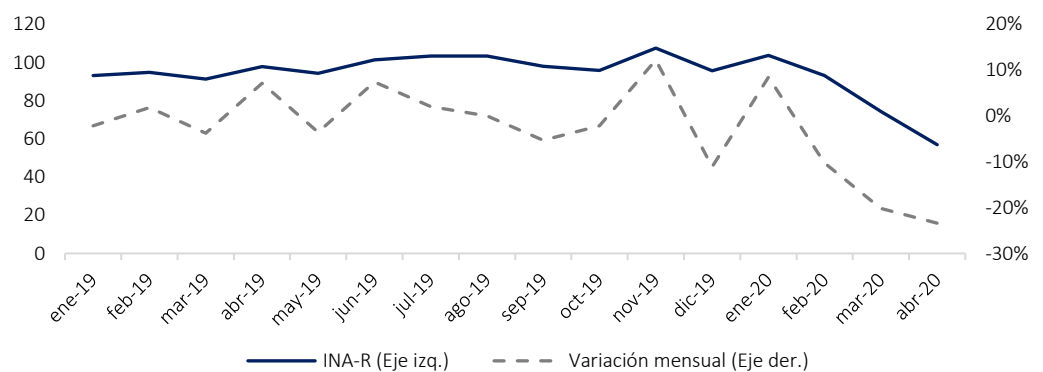


Gráfico 5: INA-R del sector Comercio al por mayor y menor
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings.

En cuanto al mercado laboral, para diciembre de 2019, el 17,93% de la población empleada del país se ocupó el sector comercial²⁹. Esto lo consolidó como el segundo sector con mayor generación de empleo, antecedido únicamente por el sector de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. Durante el periodo de confinamiento se perdieron más de 200.000 empleos plenos en el sector comercial³⁰.

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 86,20 puntos en abril de 2020³¹. 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 4,32% 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 69,85 en el mes de abril de 2020, cifra que constituye una caída de 8,58% con respecto al mes de marzo de 2020, y de 21,10% frente al mes de abril de 2019. Por su parte, el **Índice de Remuneraciones**, que mide la evolución de las remuneraciones por hora trabajada percibidas por el personal ocupado en las actividades de comercio al por mayor y menor, fue de 114,36 en el mes de abril de 2020, cifra que constituye un incremento de 10,25% frente a abril de 2019, y que se mantuvo estable con respecto a marzo de 2020. La paralización de actividades sin un ajuste proporcional en el sueldo a los trabajadores impulsó al alza este indicador durante el periodo de confinamiento.

²⁷ 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-primer-etapa-reapertura>

²⁸ 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>

²⁹ INEC. (2019). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo – diciembre 2018. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-diciembre-2018/>

³⁰ 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>

³¹ INEC. (2020, abril). Histórico IPT – IH – IR. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/historicos-ipt-ih-ir/>

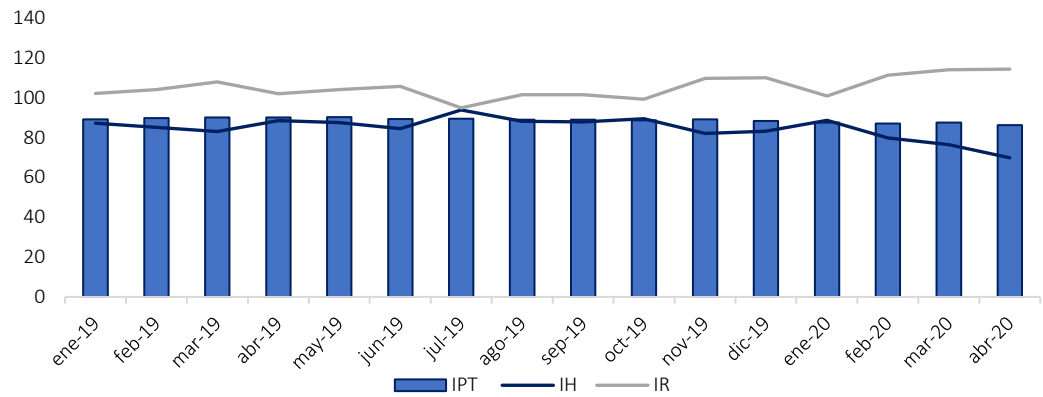


Gráfico 6: Índice de puestos de trabajo, Índice de horas trabajadas e Índice de remuneraciones (comercio al por mayor y menor).
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al financiamiento del sector, durante primer trimestre de 2020, del total de empresas que operaron en el sector comercial, el 11% solicitó crédito, convirtiéndolo en el mayor solicitante de crédito en el país. El 20% de las empresas grandes que operan en el sector comercial demandaron crédito durante el primer trimestre, comparado con el 5% de las pymes y el 4% de las microempresas. Del monto total de crédito otorgado a empresas del sector comercial, el 79% fue destinado para capital de trabajo, el 7% a la inversión y adquisición de activos, el 9% a la reestructuración y pago de deudas, y el 5% a operaciones de comercio exterior. Dentro de las empresas que no solicitaron crédito, el 33% no tuvo necesidad, el 34% se financió con recursos propios, el 21% ya posee un crédito vigente y el 6% debido al entorno macroeconómico nacional, entre otras razones.³²

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 abril de 2020 el crédito otorgado al sector comercial ascendió a USD 2.951 millones, monto que constituye una disminución de 18,24% con respecto al mismo periodo de 2019. El Gobierno del Ecuador ha diseñado varios programas para impulsar el crédito productivo, entre esos el programa Reactívatelo Ecuador, cuyo monto colocado asciende a USD 27,6 millones y ha beneficiado principalmente al sector comercial³³.



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.

³² Banco Central del Ecuador. *Reporte Trimestral de Oferta y Demanda de Crédito – Primer Trimestre 2020*. <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/324-encuesta-trimestral-de-oferta-y-demanda-de-cr%C3%A9dito>

³³ El Universo. (2020, junio). *572 empresas acceden al crédito Reactívatelo*. <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/572-empresas-credito-reactivate>

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 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 de la Primera Emisión de Obligaciones COTZUL S.A. como empresa dedicada a la compra-venta, distribución, representación, agencias e importaciones de televisores, radios, amplificadores, computadoras, máquinas y equipo de oficina eléctricos y electrónicos; 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: COTZUL S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

De acuerdo con los estatutos de constitución de COTZUL S.A., ésta tiene por objeto social la importación, exportación y comercialización de grupos de sistemas electrónicos e informáticos; equipo, materiales, repuestos, accesorios y cables para la construcción y mantenimiento de sus instalaciones; servicios de computación y procesamiento de datos e internet, así como del comercio electrónico de todo tipo de bienes y servicios; entre otras actividades detalladas en los estatutos. Pero la actividad principal de la compañía actualmente consiste en la compraventa, distribución, representación, agencias e importación de televisores, radios, amplificadores de audio, computadoras, máquinas y equipos de oficina eléctricos y electrónicos.

A la fecha del presente informe, el capital de la compañía fue de USD 1.409.000. Los principales accionistas de la compañía son:

ACCIONISTAS	NACIONALIDAD	CAPITAL	PARTICIPACIÓN
COTZUL S.A.			
Ledesma Ginatta Ángel Alberto	Ecuador	784.710	55,69%
Marriott Pérez María del Carmen	Ecuador	624.290	44,31%
Total	-	1.409.000	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.

COMPAÑÍA	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	ESTADO
Ecolegsa C.A.	Ledesma Ginatta Ángel Alberto	Accionariado y Administración	Activa
Ecolegsa C.A.	Marriot Pérez María del Carmen	Accionariado y Administración	Activa
Inmobiliaria Ghandi S.A.	Marriot Pérez María del Carmen	Accionariado	Disolución

Tabla 11: Compañías relacionadas por administración y/o accionariado

Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

La Junta General de accionistas es el órgano supremo de la compañía y le corresponde el gobierno de ésta. La administración de la compañía se ejecuta a través del Presidente, Gerente General y Vicepresidente. COTZUL S.A. no tiene implementadas prácticas de buen Gobierno Corporativo ni un Directorio formalizado. Sin embargo, la compañía opera en función de su administración, la misma que mantiene reuniones frecuentes donde se analiza la situación de la empresa en cuanto a presupuestos, productividad y demás indicadores de relevancia del negocio, mantiene información oportuna, veraz y transparente para todos los grupos de interés. La administración de la compañía se ejecuta a través del Presidente, Gerente General y Vicepresidentes.

A la fecha del presente informe, COTZUL S.A. cuenta con 47 empleados distribuidos en las áreas administrativas y ventas. No cuenta con sindicatos ni contratos colectivos. Asimismo, la compañía tiene en su nómina a 3 empleados con capacidades especiales con lo que cumple lo estipulado en la ley.

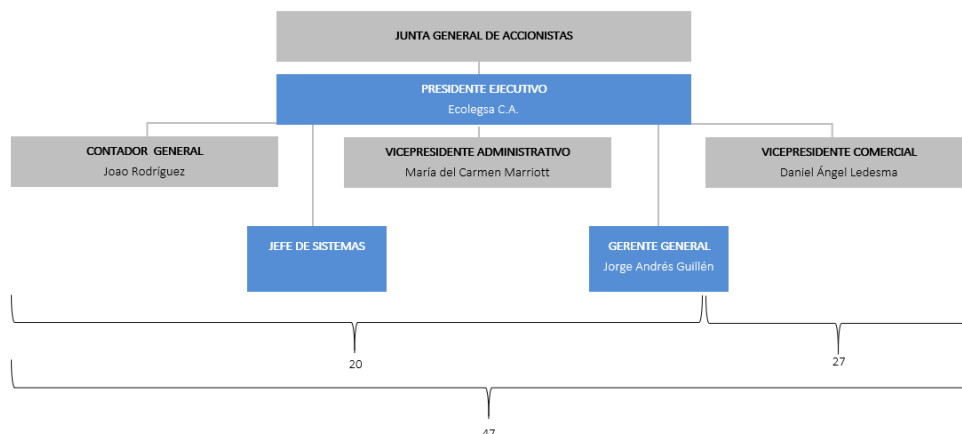


Gráfico 9: Organigrama

Fuente: COTZUL S.A.; Elaboración: GlobalRatings

El departamento de Sistemas de la compañía utiliza un sistema informático llamado SITENET con versión 1.1.1.0. Este sistema SITENET es un sistema integrado y consta de varios módulos de trabajo que son: Seguridad, Contabilidad, Facturación, Inventario, Importación, Cuentas por Cobrar, Compras, Ventas, Nómina, Proveeduría. De igual forma, utiliza la arquitectura de 3 Capas desarrollado en la plataforma NET integrada con una base de datos SQL Server 2012.

Con todo lo expuesto en este acápite, 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 ajustado al desarrollo integral de todas las divisiones de la compañía.

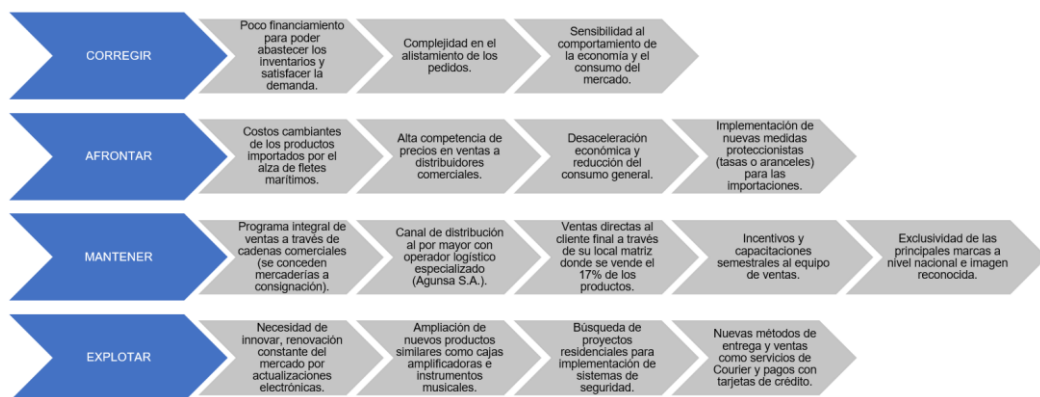


Gráfico 10: Planificación estratégica

Fuente: COTZUL S.A.; Elaboración: GlobalRatings

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

COTZUL S.A. importa y comercializa a nivel nacional equipos de audio y video profesional, audio para autos, equipos de seguridad y vigilancia y varios equipos electrónicos. En otras palabras, se encarga de la venta al por mayor y menor de artefactos electrodomésticos de línea café. COTZUL S.A. tiene varias líneas de productos en las que se dividen los productos que comercializa, al respecto:

- a) **Línea de audio y video:**
 - Amplificadores
 - Mezcladores
 - Cajas activas
 - Cajas pasivas
 - Parlantes
 - Cables
 - Proyectoros
 - Pantallas
 - Accesorios

- b) **Línea de audio y video para autos (Car Audio & Video):**
 - Amplificadores
 - Parlantes
 - Pantallas
 - Radios
 - Alarmas
 - Antenas

- c) **Línea de seguridad y vigilancia:**
 - Cámaras CCTV – Tubo y Domo
 - Cámaras IP / HD – CVI
 - Grabadores digitales
 - NVR / Tríbidos
 - DVR Tríbidos
 - Cables UTP / COAXIAL
 - Accesorios

- d) **Línea electrónica:**
 - Cables
 - Conectores
 - Splitters
 - Pílas
 - Porta pílas
 - Supresores
 - Temporizadores
 - Autotransformadores
 - UPS
 - Reguladores
 - Multímetros
 - Pegamentos

- Soldaduras

La compañía comercializa diferentes marcas en sus líneas de productos, las principales marcas son:

- Klipsch
- Pioneer
- Lian Long
- Denon
- England Sound
- Eminence
- Acoustic
- A.V.L.
- Show
- Audio Tech
- BX
- England Electronics
- Hurakan
- JAMO
- RegulaPower
- Seikaku

COTZUL S.A. tiene la representación de marca de England Sound y de England Electronic a nivel nacional y también comercializa las marcas más reconocidas a nivel mundial en el país. La compañía comercializa sus productos a través de la venta directa al consumidor final en su local en la ciudad de Guayaquil y también comercializa sus productos a través de cadenas comerciales y distribuidores donde se conceden las mercaderías a consignación y la garantía de los productos va por parte de dicha cadena.

POLÍTICAS

La compañía tiene diferentes políticas internas para garantizar el control óptimo y objetivo de sus actividades y procesos.

Política de distribución de dividendos

Consiste en la repartición del 50% de la utilidad generada todos los años, mientras que el 50% restante se destina a la cuenta de resultados acumulados.

Política de endeudamiento e inversión

La compañía mantiene un nivel del saldo en las cuentas bancarias de hasta 2 meses el total de los gastos operativos de la compañía, utilizando de forma activa las líneas de crédito otorgadas con bancos nacionales e internacionales. Asimismo, están financiados con el Mercado de Valores a través de la Primera Emisión de Obligaciones.

Política de cuentas por cobrar

COTZUL S.A. entrega a sus clientes líneas de crédito a través de un proceso de análisis detallado. De acuerdo con el tipo de cliente se le asignan diferentes cupos de crédito o se le niega la línea de crédito. Los clientes cuentan con diversas formas de pago entre: pagos al contado contra entrega, a 30 días, a 60 días, a 90 días, o por varios plazos de acuerdo con la capacidad de pago de los clientes.

Política de cuentas por pagar

Al 15% de los proveedores extranjeros se paga el 30% como anticipo y el monto restante se paga una vez que la mercancía llega al puerto. Al 25% de los proveedores hay una política de pagar la mitad del monto a 60 días de la llegada de la mercancía al puerto y el monto restante a 30 días de la llegada al puerto. Con el resto de proveedores se mantiene diferentes plazos de crédito mediante cartas de crédito desde los 90 días a los 360 días de que la mercancía llegue a puerto.

Política operacional

La compañía cuenta actualmente con pólizas de seguros para mitigar el riesgo en su operatividad. Cuenta con pólizas con una cobertura total de USD 3,00 millones sobre sus activos.

BIEN ASEGURADO	RIESGO CUBIERTO	MONTO ASEGURADO (USD)
Accionistas	Accidentes personales - Lesiones corporales por accidente, viajes en avión	780.000
Materia prima y mercancías	Transporte interno	120.000
Fidelidad	Fidelidad - Actos fraudulentos o ímprobos cometidos por el empleado a servicio del asegurado.	30.000
Materia prima y mercancías	Transporte Abierto - Daños o pérdidas que puedan sufrir las cosas aseguradas durante el transporte.	300.000
Dinero y valores	Motín y huelga, robo y/o asalto a mano armada incluyendo violencia y/o amenaza a las personas y pérdidas o daños a consecuencia de accidente al medio transportador.	20.000
Propiedad, planta y equipo	Multirriesgo industrial - incendio y aliadas, terremoto, explosión, lluvia, colapso, terrorismo, sabotaje, robo, entre otras.	1.753.683

Tabla 12: Pólizas de seguros vigentes.
Fuente: COTZUL S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Como planes y estrategias, COTZUL S.A. ha desarrollado diferentes acciones a tomar en el futuro:

- Mejorar los procesos de almacenaje y despacho de la mercancía a través de reuniones continuas con el operador logístico para ir adaptando paulatinamente las capacidades de ambos a la demanda del cliente final.
- Implementar las ventas en línea con pago a través de tarjetas de crédito y con entregas contra pagos en efectivo. Con este plan buscan contratar los servicios de Servientrega y Urbano para optimizar los tiempos de entrega al consumidor final.
- Aperturar un nuevo local comercial en la ciudad de Guayaquil con la nueva líneas de comercialización de instrumentos musicales y equipos de audio y video relacionadas a este tipo de productos.
- Mantener una financiación activa con instituciones financieras nacionales e internacionales para obtener una mayor capacidad adquisitiva.
- La compañía busca diversificar los canales de venta repartiendo equitativamente entre pequeños distribuidores, cadenas comerciales y clientes finales para reducir riesgos de concentración a través de nuevos proyectos comerciales y residenciales de audio y seguridad.
- Análisis exhaustivo de la competencia para lograr una mayor competitividad en el mercado.
- Levantamiento de bases de datos de clientes potenciales para buscar nuevas fuentes de ingresos.
- Selección de nuevas líneas de productos como instrumentos musicales y líneas de automatización y domótica, importando productos de origen asiático para generar mayor competitividad con la demanda de productos actual.
- Planificación anual de un programa de compras y ventas de cada año, para así definir un plan riguroso para generar un crecimiento medido y controlado.

CLIENTES

En cuanto a la concentración de clientes, la compañía desde el año 2017 implementó una nueva estrategia comercial para enfocarse en la venta directa al cliente final a través de su local comercial, evidenciando al 2019 diversificación en su participación de ventas. El principal cliente fue Marcimex S.A. con una participación de alrededor del 19%, pero ningún otro cliente mostró una participación mayor al 4%.

CLIENTE	PARTICIPACIÓN
Marcimex S.A.	18,91%
Vaca Totoya Roberto Carlos	3,31%
Televisión y Ventas Televent S.A.	3,28%
Icesa S.A.	2,77%
Bravo Vera Juan Carlos	2,46%
Reyes Zambrano Boris Andrés	1,99%
Crecoscorp S.A.	1,71%
Dueñas Barco Maricela Janina	1,51%
Vallejo Granizo Aida Felipa	1,29%
Pincay Pincay Verónica Pilar	1,17%
Castro Pico Isaac de Jesús	1,10%
Merizalde Vera Jessica Mariela	1,08%
Varios con participación menor al 1%.	59,42%
Total	100,00%

Tabla 13: Principales clientes (%)

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

CADENA DE SUMINISTROS

Los tres principales proveedores de la compañía suman una participación del 71% del total de compras al 2019, evidenciando concentración. Sin embargo, estos son proveedores de varias líneas de productos, por lo que no dependen únicamente de un solo bien comercializado, reduciendo así el riesgo de concentración.

PROVEEDOR	PARTICIPACIÓN
Ningbo Aika Electronic Co. Ltd.	52,90%
Ningbo Espe Industry Co. Ltd.	9,18%
Flying Cloud Forwarding Inc.	8,82%
Fengshun Peiyong Electro-Acoustic Co. Ltd.	5,22%
Tonoch Audio Co. Ltd.	2,41%
Hong Kong Brother Young Development Company Limited	2,33%
Mickle Audio Equipment Co. Ltd.	2,28%
Sanecare Audio Limited	2,11%
Seikaku Technical Group Limited	1,94%
Guangzhou Vines Musical Instruments Co. Ltd.	1,91%
Varios con participación menor al 1%	10,89%
Total	100,00%

Tabla 14: Principales proveedores (%)

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

POSICIÓN COMPETITIVA

En cuanto a la participación de mercado en general del sector de comercio de electrodomésticos y equipo electrónico, donde la compañía se desenvuelve, está liderada por cadenas comerciales grandes a nivel nacional con la siguiente participación de mercado:

N°	NOMBRE	VENTAS	UTILIDAD
1	Unicomer de Ecuador S.A.	216.700	10.210
2	Marcimex S.A.	199.010	7.850
3	Compañía General de Comercio y Mandato S.A.	189.520	5.050
4	La Ganga R.C.A. S.A.	179.190	7.370
5	Icesa S.A.	169.420	2.600
-	COTZUL S.A.	5.881	55

Tabla 15: Ranking general de empresas al 2019 (miles USD).

Fuente: EKOS; **Elaboración:** Global Ratings

Según las características propias de operación y las actividades que realiza la compañía que son la compra y venta de equipos electrónicos de línea café, exclusivamente: audio, video, computación, accesorios electrónicos y vigilancia. La participación de mercado es la siguiente:

N°	NOMBRE	VENTAS	UTILIDAD
1	Cartimex S.A.	62.101.803	1.095.696
2	COTZUL S.A.	5.881.103	55.207
3	Protecompu C.A.	4.431.471	65.507
4	Tecnoplus Cía. Ltda.	2.911.423	33.129
5	Adexus S.A.	2.646.840	-
6	Techcomputer Cía. Ltda.	2.527.720	29.074
7	Compuventas Cía. Ltda.	1.014.683	79.095

Tabla 16: Ranking de empresas por participación de mercado al 2019 (USD).

Fuente: EKOS; Elaboración: Global Ratings

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y RESULTADOS

Los ingresos de la compañía provienen de diversos productos, ya que se dedica a la comercialización de equipos de audio y video de diversas marcas a nivel nacional. Para el año 2019 la composición de las ventas estuvo concentrada en la línea de audio amplificado que compuso alrededor del 80% de los ingresos de la compañía. Dicha composición en ventas fue coherente con el histórico analizado.

LÍNEA DE PRODUCTO	MONTO (USD)	PARTICIPACIÓN
Audio amplificado	1.073.746	78,80%
Instrumentos	73.052	5,36%
Repuestos	52.870	3,88%
Equipos iluminación	38.350	2,81%
Poder	37.087	2,72%
Car audio video	18.626	1,37%
Baterías	14.749	1,08%
Varios con participaciones menores al 1%	54.096	3,97%
Total	1.362.575	100,00%

Tabla 17: Detalle de ventas por línea de producto a mayo 2020.

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

La línea de varios representó el 4% de los ingresos por ventas y estuvo compuesta por diversos productos entre los que destacan: soportes para TV, antenas, accesorios de antenas, herramientas, redes, electrónica, seguridad, datos, productos de automatización y químicos.

Las ventas de la compañía presentaron un comportamiento creciente entre el año 2016 y 2018 con un incremento promedio del 45% por año. Desde el año 2017 la compañía adoptó una nueva estrategia de reducir la venta de repuestos (que era la base de ventas de la compañía anteriormente) para enfocarse en la venta de productos finales como: amplificadores, equipos de audio y equipos de seguridad y vigilancia; los cuales ofrecen un mayor margen de ganancia. Esta estrategia también incluyó la apertura hacia nuevos segmentos de clientes, donde la fuerza de ventas no se concentra solamente en distribuidores y cadenas comerciales, sino también en el cliente final a través de las ventas al detalle en locales propios y a través de proyectos comerciales y residenciales de audio y seguridad.

Como consecuencia de la nueva estrategia comercial implementada, la compañía obtuvo un mayor posicionamiento de mercado. Para el año 2019 se registró una tendencia constante de las ventas al alcanzar un monto de USD 5,88 millones.

CUENTA	MONTO 2017 (USD)	MONTO 2018 (USD)	MONTO 2019 (USD)
Ventas	5.472.485	6.310.834	6.355.446
(-) Descuentos en ventas	-59.155	-45.949	-41.421
(-) Devoluciones en ventas	-465.959	-351.474	-432.922
Facturas de reembolso	0	575	0
Total	4.947.371	5.913.986	5.881.103

Tabla 18: Detalle de ventas.

Fuente: Estados Financieros auditados 2018-2019; Elaboración: Global Ratings

Cabe destacar que, producto de la nueva estrategia comercial se registran mayores ventas brutas y menores descuentos, lo que evidencia el claro enfoque comercial que adquirió la compañía optimizando sus procesos.

A mayo de 2020, las ventas de la compañía registraron un monto de USD 1,36 millones, que corresponde a un monto mínimo histórico con una caída del 36% frente a mayo del año anterior. Esto se debe principalmente por la crisis sanitaria a nivel mundial ocasionada por el COVID-19, con la que se ha presentado una paralización económica, restricción de movilidad y límites de importación y exportación a nivel mundial. Todos estos factores han influido sobre el consumo de las personas, que se ha visto reducido por la situación de crisis en la que se vive. Una vez que las medidas se levanten paulatinamente con el tiempo y la economía retome sus niveles de operación normales, se estima una recuperación en las ventas con el paso del tiempo.

Considerando dichas premisas, para el análisis de las proyecciones se estima que el panorama al cierre del año 2020 es todavía incierto, pero se tienen expectativas de decrecimiento para la mayor parte de sectores de la economía. Puntualmente para COTZUL S.A., se espera que paulatinamente vuelva al nivel de operatividad normal al cierre del año, pero aun se estima un decrecimiento en sus ingresos frente al año anterior por la paralización mencionada.

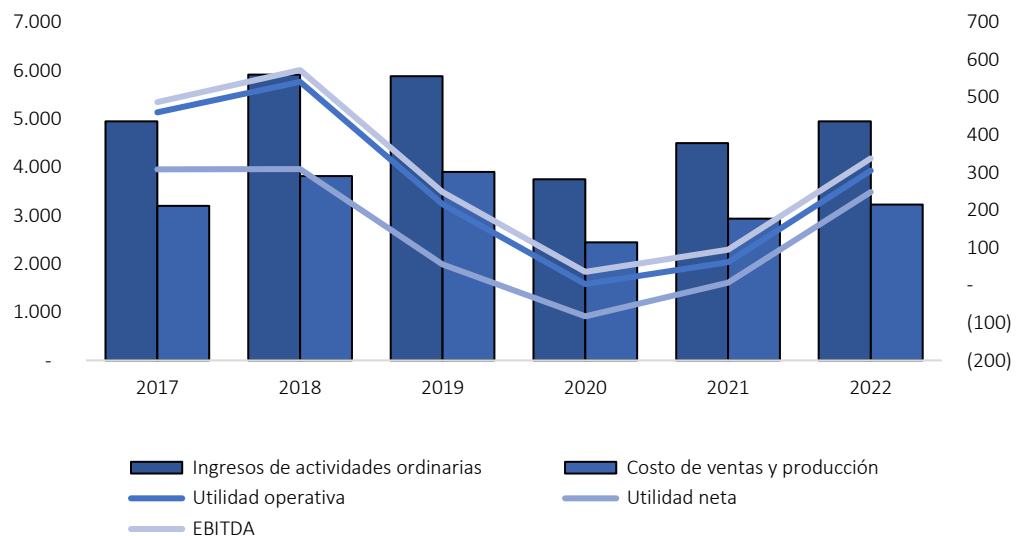


Gráfico 11: Estado de Resultados.
Fuente: COTZUL S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Dado el carácter comercial de la compañía, el costo de ventas es sensible a las medidas arancelarias y otros factores externos que influyen sobre las importaciones. En el año 2016 las mercancías fueron adquiridas con precios elevados al registrar valores de las salvaguardias impuestas por el Gobierno y por regulaciones especiales que afectaron específicamente a los productos que importa la compañía como los altavoces y las pilas. Al 2017 se dio una reducción del costo de ventas por la eliminación de dichas salvaguardias en el mes de junio. A partir de dicho año, el costo de ventas fue constante con un porcentaje de participación sobre las ventas del 65%. Por esta razón, para las proyecciones se espera mantener una participación del costo de ventas del 65% sobre las ventas considerando que el incremento de costos se transfiere al consumidor final, lo cual es coherente con el histórico.

Los gastos operativos estuvieron compuestos por gastos de administración y ventas. Estos gastos lograron una mayor eficiencia en cuanto a su participación sobre las ventas al reducir su porcentaje de participación entre el 2016 y 2017, como consecuencia de una modificación en la estructura operativa y de costos de la compañía con el cambio de estrategia comercial. Para el año 2018 la composición de los gastos operativos se mantuvo constante frente al año anterior, pero para el 2019 se incrementaron producto de aumentos en los gastos por: fletes de mercadería, sueldos de la fuerza de ventas y campañas de marketing y publicidad. A pesar de las variaciones mencionadas de los gastos operativos, la participación sobre las ventas de éstos fluctuaron entre el 25% y 30% en el periodo analizado. Para años posteriores, considerando la estructura operativa de la compañía y la caída en ventas, se estima un incremento de la participación de los gastos operativos sobre las ventas para el año 2020, que con el paso del tiempo retomarán paulatinamente los porcentajes normales de operación.

Los gastos financieros registraron un comportamiento creciente históricamente, al pasar de un monto de USD 83 mil a USD 154 mil. El incremento registrado al año 2018 se atribuye al mayor financiamiento bancario que tuvo la compañía en ese periodo. Mientras que, el incremento registrado en el año 2019 fue producto de la colocación de la Primera Emisión de Obligaciones en su mayoría, aunque también se registró un aumento de las obligaciones bancarias. El gasto financiero proyectado se basa en las obligaciones vigentes con entidades financieras y el Mercado de Valores, que conforme se cancelan, se observa una tendencia decreciente de este rubro.

Con dichas premisas, se obtuvieron resultados positivos de utilidad operativa, utilidad neta y EBITDA en el periodo histórico. Para las proyecciones, considerando la emergencia sanitaria que provocará decrecimientos para la mayor parte de los sectores de la economía, se mantuvieron proyecciones conservadores y se proyectó una pérdidas mínima para el año 2020, que incrementarán con el paso del tiempo conforme se reactive la economía a nivel mundial.

CALIDAD DE ACTIVOS

El activo de la compañía registró un comportamiento creciente entre 2017 y 2019, con un crecimiento promedio del 24% por año, en su mayor parte debido al comportamiento del inventario. Dado el giro de negocio de la compañía, los activos estuvieron compuestos mayormente por el activo corriente con participaciones superiores al 90% históricamente, puntualmente por los rubros de inventarios y cuentas por cobrar. El activo no corriente registró montos inferiores a USD 550 mil en el periodo de análisis, siendo la propiedad, planta y equipo su mayor cuenta. Este rubro se mantuvo constante al 2018, pero se incrementó al 2019 por adiciones de terreno, maquinaria y equipo.

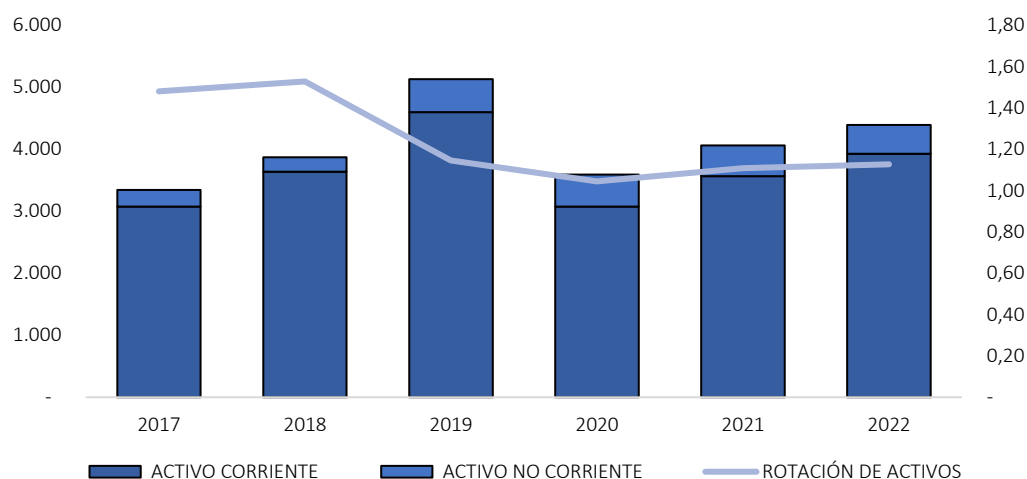


Gráfico 12: Evolución del activo.
Fuente: COTZUL S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Los inventarios de la compañía registraron un comportamiento alcista entre el año 2017 y 2019 al pasar de un monto de USD 1,14 millones a USD 2,42 millones. Históricamente, el inventario fue el principal rubro de los activos totales con participaciones alrededor del 35% y 47%. El crecimiento de la cuenta de inventarios se atribuye a tres factores principales que son:

- Planteamiento de un **nuevo programa de compra de inventarios**, donde se buscaron reducir los días de inventario de la mercancía a través de compras periódicas trimestrales, lo que provocó el aumento del volumen total de inventarios al final del año. Este nuevo programa de compras fue incentivado por la nueva estrategia de ventas adoptada en el 2017, donde se enfocaron más en la venta productos finales que en repuestos.
- Desde el año 2017 no fue renovado el **convenio mantenido con el Ministerio de Producción** que limitaba la importación de ciertos productos de la compañía, por lo que el nivel de inventarios no se limitó.

- En junio 2017 se cumplió el periodo de **vigencia de las salvaguardias**, lo que redujo los costos de venta de la compañía y permitió la compra de un mayor volumen de mercancías a menores precios.

A mayo de 2020 el rubro de inventarios fue elevado, considerando el volumen de las ventas menor del periodo. Este comportamiento se debe a la emergencia sanitaria que provocó una menor demanda de productos y una menor rotación de inventarios. Para años posteriores, se estima ajustar el volumen de inventarios de acuerdo con la demanda del mercado, por lo que al esperarse menores ventas por la pandemia también se espera un comportamiento coherente para los inventarios.

Se debe mencionar que los rubros de cuentas por cobrar a relacionadas, que cuentan con montos inferiores a USD 70 mil en el periodo histórico, corresponden a préstamos y anticipos a empleados. Las cuentas por cobrar de la compañía corresponden a transacciones de naturaleza comercial con clientes no relacionados. Estas cuentas presentaron un comportamiento creciente, coherente con el desenvolvimiento de las ventas en el periodo comprendido entre 2017 y 2019. A mayo de 2020, las cuentas por cobrar no relacionadas se mantuvieron estables frente a mayo del año anterior, a pesar de que las ventas se redujeron en 36%, por mayores plazos de crédito otorgados a clientes como medida de respuesta ante la pandemia. Como consecuencia de la pandemia, la cartera se vio afectada durante el año 2020 al concentrarse el 88% de ésta en la porción vencida entre 30 y 180 días. A diciembre de 2019 la mayor parte de la cartera se encontraba por vencer o vencida hasta 30 días.

VENCIMIENTO	PARTICIPACIÓN 2019	PARTICIPACIÓN MAYO 2020
Por vencer	68,69%	9,23%
Vencidas de 1-30 días	7,77%	0,15%
31-90 días	16,94%	44,58%
91-180 días	5,06%	43,91%
181 - 360 días	1,55%	2,04%
Más de 360 días	0,00%	0,09%
Total	100,00%	100,00%

Tabla 13: Vencimiento de cartera al 2018.

Fuente: Estados Financieros auditados 2018; **Elaboración:** Global Ratings

Considerando el giro de negocio de la compañía y su desenvolvimiento histórico, se estima que para años posteriores las cuentas por cobrar no relacionadas mantengan un comportamiento coherente con las ventas, reduciendo su volumen para el año 2020 y un incremento paulatino para los años 2021 y 2022.

Los activos no corrientes estuvieron compuestos casi en su totalidad por la cuenta de propiedad, planta y equipo. Entre el año 2017 y 2018, este rubro se mantuvo constante y no se registraron adiciones de ningún tipo, por lo que solamente influyó el efecto contable de la depreciación. A diciembre de 2019 se realizaron adiciones de USD 315 mil de terreno, equipo de computación, equipo ambiental, muebles y enseres; dichas adiciones fueron financiados a través de las obligaciones financieras adquiridas en el periodo. Para las proyecciones o se estiman adiciones en la cuenta de propiedad, planta y equipo dada la inversión realizada en el año 2019, por lo que se espera únicamente el efecto contable de la depreciación para el periodo comprendido entre el 2020 y 2022.

ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO

Históricamente, las principales alternativas de fondeo de OFICINA COMERCIAL RAYMONS WELLS CÍA. LTDA. en orden de importancia lo constituyeron: recursos propios, entidades financieras, Mercado de Valores y proveedores. El financiamiento de los activos a través de recursos propios ha sido fundamental alcanzando a financiar más del 45% de los activos en el periodo de estudio como consecuencia de la continua reinversión de utilidades, lo que evidencia la alta capitalización de la compañía y su crecimiento orgánico.

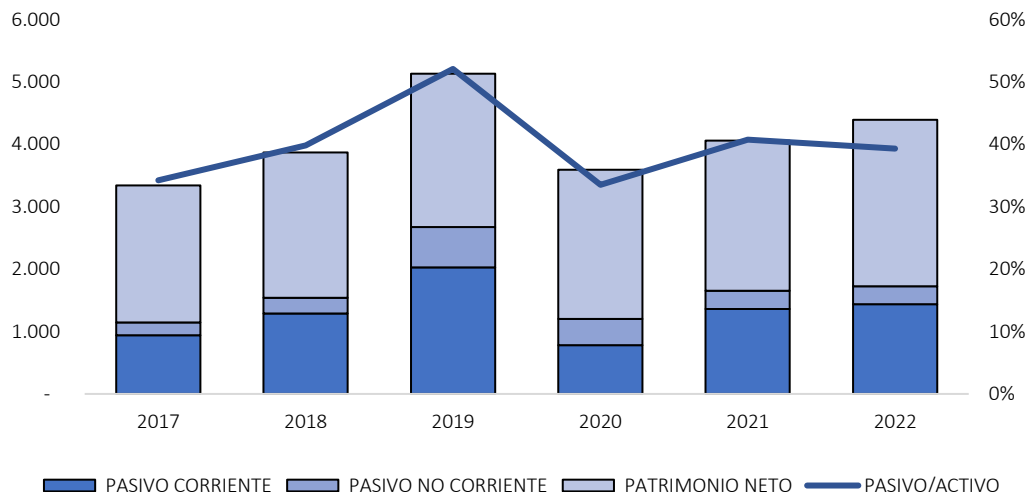


Gráfico 14: Estructura de financiamiento (miles USD).
Fuente: COTZUL S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Más del 45% del activo fue financiado a través de recursos propios de la compañía, que ha mantenido valores superiores a los USD 2,00 millones anualmente en el periodo de análisis. Los principales rubros del patrimonio fueron el capital social, las utilidades retenidas y las reservas. La compañía mantuvo un monto constante de USD 1,41 millones de capital social entre el 2017 y 2019. El patrimonio neto tuvo un incremento total de USD 260 mil en el periodo analizado provocado principalmente por los incrementos en las cuentas de utilidades retenidas y reservas. Las proyecciones estiman mantener la tendencia positiva de la cuenta de reservas, como se registró en el periodo de análisis, pero el patrimonio neto estima reducirse como consecuencia de las pérdidas del ejercicio esperadas en los años 2020 y 2021. Para el 2022, con los resultados mayores estima alcanzar un monto máximo de patrimonio neto, superior a valores alcanzados entre el 2017 y 2019.

Las obligaciones financieras fueron la principal cuenta de los pasivos totales y la principal fuente de fondeo externo de la compañía. Esta cuenta tuvo un comportamiento alcista en el periodo de estudio con un crecimiento promedio del 46% por año. Dado el giro del negocio de la compañía, el financiamiento obtenido de entidades financieras cuentan con plazos de pago en el corto plazo, menores a los 360 días. Puntualmente, en el 2017 se adquirieron nuevos préstamos con el Banco Pichincha C.A. y Banco de Sabadell S.A. Para el 2018, las obligaciones financieras crecieron para financiar la adquisición de inventario (considerando nueva estrategia de compra de inventario trimestral de la compañía). De igual forma, al 2019 las obligaciones financieras continuaron con el comportamiento creciente alcanzando un monto máximo registrado en el periodo analizado. En el 2019, el incremento de las obligaciones financieras se atribuye al financiamiento de las adquisiciones de propiedad, planta y equipo mencionadas anteriormente y a la compra de inventario. Para las proyecciones, se estima una reducción del nivel de financiamiento externo recibido por la pandemia, que provocará menor volumen de inventarios y capital de trabajo por el menor nivel de ventas esperado.

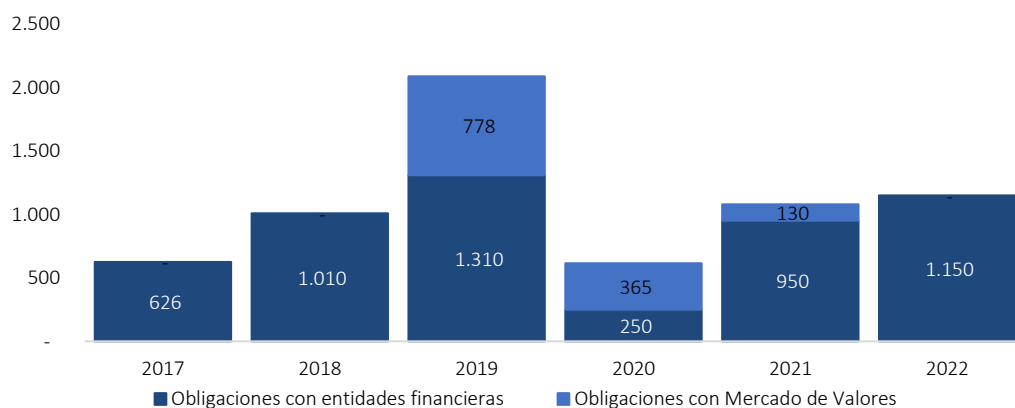


Gráfico 15: Detalle de deuda financiera (miles USD).
Fuente: COTZUL S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Antes del año 2019, COTZUL S.A. no había emitido instrumentos en el Mercado de Valores, por lo que la compañía no registró ningún valor en la cuenta de emisión de obligaciones. Sin embargo, con la colocación de la Primera Emisión de Obligaciones durante el año 2019, este rubro alcanzó un valor de USD 778 mil, en su porción corriente y no corriente, a diciembre de 2019. La Emisión fue aprobada en febrero de 2019 por un monto de USD 1,00 millón, dividido en dos clases, a plazos de 2 y 3 años respectivamente y para octubre del mismo año se logró colocar el 97% del monto total aprobado.

Considerando la política de cuentas por pagar de la compañía, a la mayor parte de proveedores se les entregan anticipos sobre la mercancía importada, de manera que el financiamiento que tienen con proveedores es bajo históricamente manteniendo valores menores a USD 50 mil en las cuentas por pagar no relacionadas. De igual forma, las cuentas por pagar a relacionadas son por compras realizadas a la relacionada Ecolegsa C.A. pero mantiene valores menores a USD 60 mil históricamente. Para años posteriores, se estima mantener dichos volúmenes de cuentas por pagar relacionadas y no relacionadas con montos menores a USD 50 mil en ambos casos en el periodo entre 2020 y 2022, manteniendo la coherencia registrada en el periodo de análisis. A consecuencia de la pandemia, en Asamblea de Obligacionistas llevada a cabo el 20 de abril de 2020, se aprobó la propuesta de diferimiento de pagos que consistió en el diferimiento del cupón 5 de la Clase A y de los cupones 3 y 4 de la Clase B.

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.

De igual forma, con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 2, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada posición frente a sus clientes y proveedores. A través de su orientación comercial y operativa pretende mantenerse como líder en el sector en el que desarrolla sus actividades, manteniendo la eficiencia operativa lograda al año 2017 con el cambio de estrategia comercial.

PRESENCIA BURSÁTIL

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

EMISIÓN		AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones COTZUL S.A.	de	2019	SCVS-INMV-DNAR-SA-2019-00001579	1.000.000	Vigente

Tabla 19: Presencia Bursátil
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que ha presentado el instrumento que COTZUL S.A. mantiene en circulación en el Mercado de Valores:

EMISIÓN		DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO
Primera Emisión de Obligaciones COTZUL S.A.	de	209	10	967.875

Tabla 20: Liquidez de presencia bursátil
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En función de lo antes mencionado, GlobalRatings 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

Con fecha 07 de noviembre de 2018, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de COTZUL S.A. y fue autorizada la Primera Emisión de Obligaciones por un monto total de hasta USD 1.000.000 divididos en dos clases, Clase A y Clase B con un monto de USD 500.000 cada una.

La Emisión fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 21 de febrero de 2019 a través de Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-SA-2019-00001579. Con fecha 22 de marzo de 2019, el agente colocador inició con la colocación de los valores y para el 17 de octubre de 2019 se logró colocar un monto de USD 967.875, es decir, el 96,79% del monto total aprobado.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que el instrumento presentó aceptabilidad evidenciado en los tiempos de colocación antes mencionados, dando cumplimiento a lo estipulado 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.

COTZUL S.A.							
Monto de emisión	USD 1.000.000						
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América						
Características	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	
	A	500.000	720 días	8,50%	Trimestral	Trimestral	
	B	500.000	1.080 días	9,00%	Trimestral	Trimestral	
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados						
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.						
Garantía específica	No						
Destino de los recursos	Los recursos provenientes de la colocación de los valores de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, serán utilizados en un 50% aproximadamente para capital de trabajo, el cual consistirá en actividades de pago de proveedores y/o en un 50% aproximadamente para la reestructuración de pasivos, consistentes en el pago de pasivos con instituciones bancarias.						
Valor nominal	USD 1.000						
Base de cálculos de intereses	30/360						
Sistema de colocación	Bursátil						
Rescates anticipados	No se contempla redención, rescates anticipados, ni sorteos de los valores.						
Underwriting	No existe contrato de underwriting.						
Estructurador financiero y agente colocador	Picaval Casa de Valores S.A.						
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.						
Representantes de obligacionistas	Avalconsulting Cía. Ltda.						
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores 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. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, 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. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 						
	Límites al endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> Mantener una relación de endeudamiento de pasivos con costo no mayor a 1,50 veces sobre el patrimonio. 					
	Resguardo adicional	<ul style="list-style-type: none"> No repartir dividendos en efectivo por un porcentaje mayor al 50% de las utilidades generadas en el ejercicio del año anterior. 					

Tabla 21: Características del instrumento

Fuente: Prospecto de Oferta Pública; **Elaboración:** GlobalRatings

El saldo de capital por pagar al 31 de mayo de 2020 fue de USD 744.318, dividido de la siguiente manera:

- **Clase A:** USD 250.000
- **Clase B:** USD 388.636

Sin embargo, en Asamblea de Obligacionistas llevada a cabo el 20 de abril de 2020, se aprobó la propuesta de diferimiento de pagos que consistió en:

- **Clase A:** que el cupón 5, cuyo vencimiento es el 22 de junio de 2020, será pagado proporcionalmente en partes iguales en los próximos 3 vencimientos y el monto de interés de este cupón será pagado en su totalidad el 22 de junio de 2020.
- **Clase B:** que el cupón 3 (que vence el 25 de abril de 2020) y el cupón 4 (que vence el 25 de julio de 2020) serán pagados proporcionalmente en partes iguales en los próximos 8 vencimientos de las obligaciones y el monto de interés de ambos serán pagados en su totalidad al vencimiento de las mismas (el 25 de abril de 2020 y 25 de julio de 2020 respectivamente).

Las tablas de amortización siguientes se basan en el monto colocado y se toman en cuenta los diferimientos mencionados:

N°	FECHA DE PAGO	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	PAGO TOTAL	SALDO DE CAPITAL
1	22/6/2019	243.000	30.375	5.164	35.539	212.625
2	22/9/2019	437.500	62.500	9.297	71.797	375.000
3	22/12/2019	375.000	62.500	7.969	70.469	312.500
4	22/3/2020	312.500	62.500	6.641	69.141	250.000
5	22/6/2020	250.000	0	5.313	5.313	250.000
6	22/9/2020	250.000	83.333	3.984	87.317	166.667
7	22/12/2020	166.667	83.333	2.656	85.989	83.333
8	22/3/2021	83.333	83.333	1.328	84.661	0

Tabla 22: Amortización Clase A (USD)

Fuente: SCVS; Elaborado: Global Ratings

N°	FECHA DE PAGO	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	PAGO TOTAL	SALDO DE CAPITAL
1	25/10/2019	300.000	25.000	6.750	31.750	275.000
2	25/1/2020	475.000	43.182	10.688	53.870	431.818
3	25/4/2020	431.818	0	9.716	9.716	431.818
4	25/7/2020	431.818	0	8.744	8.744	431.818
5	25/10/2020	431.818	53.977	7.773	61.750	377.841
6	25/1/2021	377.841	53.977	6.801	60.778	323.864
7	25/4/2021	323.864	53.977	5.830	59.807	269.886
8	25/7/2021	269.886	53.977	4.858	58.835	215.909
9	25/10/2021	215.909	53.977	3.886	57.863	161.932
10	25/1/2022	161.932	53.977	2.915	56.892	107.955
11	25/4/2022	107.955	53.977	1.943	55.920	53.977
12	25/7/2022	53.977	53.977	972	54.949	0

Tabla 23: Amortización Clase B (USD)

Fuente: SCVS; Elaborado: Global Ratings

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que el instrumento presentó aceptabilidad evidenciado en los tiempos de colocación antes mencionados, dando cumplimiento a lo estipulado 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.

Mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas deberán mantener resguardos a la emisión, según lo señala el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, por lo que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. ha verificado que se cumplen las garantías y el límite de endeudamiento. Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos mencionados en las características del instrumento, dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

PERFIL FINANCIERO

El perfil financiero de la entidad bajo análisis, en este caso COTZUL 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 señalado en párrafos anteriores, 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 bajo análisis, las que se basan en los resultados históricos de la compañía y en una estimación de la situación actual de la economía, fuertemente condicionada por la emergencia sanitaria, y una estimación del futuro próximo. En el caso puntual de COTZUL S.A., en el periodo de estudio se registró una tendencia positiva en ventas como consecuencia del cambio de estrategia comercial. Al 2019, las ventas se mantuvieron constantes considerando la paralización de la economía por las protestas en el mes de octubre. A mayo 2020, los resultados mantienen niveles decrecientes frente al periodo anterior por el efecto de la crisis sanitaria y las medidas de confinamiento optadas por el Gobierno Central, lo que ha provocado reducción del consumo en general y restricción en el transporte de mercancías y de personas. Para el cierre del año 2020, conforme se vayan levantando las medidas de restricción sanitaria, se estima que la compañía continúe con una demanda deprimida de productos por el cambio en el comportamiento del mercado, pero se espera una recuperación paulatina en el tiempo conforme la economía se recupere. Considerando todos los factores mencionados, se proyectó un escenario conservador para el cierre del año 2020 y se estima un decrecimiento en ventas del 36%, comportamiento que se espera para la mayor parte de sectores de la economía y se esperan crecimiento para los años 2021 y 2022. Tal proyección estresa la realizada por el estructurador financiero. La participación del costo de ventas presentó un comportamiento estable dado el giro de negocio de la compañía con un valor medio del 65% sobre las ventas, por lo que se proyectó mantener dicho porcentaje para el cierre del 2020 y para años posteriores. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función del comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a las deudas con costo, tanto proveniente de entidades bancarias como los del mercado de valores.

PREMISAS	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Ingresos de actividades ordinarias	4.947	5.914	5.881	-36%	20%	10%
Costo de ventas y producción	65%	65%	66%	65%	65%	65%
Gasto de Ventas	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas por Cobrar (CP)	27%	25%	25%	29%	29%	29%
Provisiones	7%	6%	4%	5%	5%	5%
Inventarios	30%	44%	49%	50%	50%	50%
Cuentas por Pagar (CP)	1%	1%	1%	1%	1%	1%

Tabla 24: Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).
Fuente: COTZUL S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera se incrementará para el año 2020 como consecuencia de la menor recuperación de cartera por la menor capacidad de pago por la crisis, tal y como se lo registró a mayo de 2020, considerando que sus clientes pertenecen al sector de la economía afectada por la emergencia sanitaria. Algo parecido puede notarse en cuanto a los inventarios, a los que se supone un incremento por la menor demanda y rotación de inventarios, proyectándose una participación del 50% sobre las compras. Las cuentas por pagar mantuvieron una tendencia estable en base a las compras desde el año 2017, por lo que se estima mantener en el periodo de proyección un valor cercano al 1%. Cabe señalar que las premisas utilizadas resultan conservadoras frente al promedio histórico y a las proyecciones del estructurador financiero, al considerar las condiciones actuales por las que atraviesa la economía mundial por los efectos provocados por COVID-19.

ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

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. Las premisas de la proyección han sido ampliamente estudiadas en párrafos anteriores y los índices escogidos, de entre un amplio universo de razones financieras, corresponden a aquellos que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. consideró como suficientemente representativos de cada una de las características anotadas.

ÍNDICES		2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tipo		Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	L	3,28	2,82	2,27	3,92	2,62	2,73
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	L	0,82	0,84	0,76	0,65	0,82	0,83
Pasivos Totales / Activos Totales	S	0,34	0,40	0,52	0,34	0,41	0,39
Deuda Financiera / Pasivos Totales	S	0,55	0,65	0,78	0,51	0,65	0,67
Deuda LP / Activos Totales	S	-	-	0,07	0,04	-	-
EBITDA / Gastos Financieros	S	5,90	4,70	1,61	0,25	0,79	57,90
Utilidad Operacional / Ventas	R	0,09	0,09	0,04	0,00	0,01	0,06
Margen Bruto / Ventas	R	0,35	0,35	0,34	0,35	0,35	0,35
Utilidad Neta / Patrimonio	R	0,14	0,13	0,02	(0,03)	0,00	0,09

Tabla 25: Índices financieros

Fuente: COTZUL S.A.; Elaboración: GlobalRatings

LIQUIDEZ

COTZUL S.A. históricamente demuestra niveles de liquidez suficientes que le han permitido hacer frente a sus obligaciones financieras y no financieras con holgura, alcanzando un promedio de 2,79 entre el 2017 y 2019. Este indicador estima mantenerse superior a la unidad en el periodo proyectado, con un valor medio de 3,09 que es coherente con el histórico.

La relación de pasivos corrientes sobre pasivos totales fluctuó entre 76% y 84% en el periodo de estudio, dado el giro de negocio de la compañía que se financia únicamente en el corto plazo para la compra de capital de trabajo. Para el año 2020, por la caída de las ventas se estima reducir el capital de trabajo, por lo que también se reducirán los pasivos. Para los años posteriores al 2020 se estima recuperar el nivel normal de operación con la recuperación de la economía.

ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Los índices seleccionados demuestran que la compañía se encuentra suficientemente capitalizada, financiando sus activos mayormente a través de recursos propios. Con el paso de los años se incrementaron los pasivos por la nueva estrategia comercial por lo que requirieron de mayor capital de trabajo, provocando un incremento de la relación de pasivos totales sobre activos totales. Para los años proyectados, se estima mantener este indicador entre 34% y 41% de acuerdo con el comportamiento precio.

El financiamiento de la compañía se lo realiza mayormente a través de entidades financieras, y a partir del año 2019 se utilizó a la Primera Emisión de Obligaciones. Por esta razón la relación de deuda financiera sobre pasivos totales es superior al 55% históricamente y registra una tendencia positiva. Para años proyectados, se estima una reducción de este indicador al 2020 por la menor necesidad de financiamiento de capital de trabajo, pero conforme se recupera la actividad normal un incremento paulatino para 2021 y 2022.

La deuda de largo plazo es nula para los años 2017 y 2018, al utilizar préstamos bancarios de corto plazo para la financiación del capital de trabajo. Al 2019, por la colocación de la Primera Emisión de Obligaciones la deuda a largo plazo financió al 7% de los activos. Esta relación estima reducirse conforme se va cancelando el capital para el año 2022.

El EBITDA de la compañía ofreció una cobertura holgada sobre los gastos financieros en el periodo de estudio, lo que indica la solvencia del Emisor para hacer frente a sus obligaciones contraídas. No obstante se evidenció una tendencia decreciente de este indicador como consecuencia de las mayores obligaciones financieras contraídas que elevaron el gasto financiero año tras año. Para años proyectados, este indicador espera que se reduzca como consecuencia de los menores resultados alcanzados producto de la pandemia y emergencia sanitaria.

RENTABILIDAD

Los indicadores de rentabilidad de la compañía fueron estables en el periodo de estudio producto de la estructura operativa flexible que mantiene la compañía. Por esta razón, las participaciones del margen bruto y de la utilidad operativa sobre las ventas fueron constantes con valores del 35% y 9% respectivamente. Únicamente la utilidad neta sobre las ventas registró una reducción del valor medio en el año 2019 como consecuencia del incremento de los gastos financieros, pero aun así se mantuvieron los resultados positivos.

Para años posteriores, como consecuencia de la emergencia sanitaria ocasionada por COVID-19 se estima que los resultados caigan, alcanzando una pérdida neta mínima en el año 2020 y una recuperación paulatina para años posteriores.

INDICADORES PROYECTADOS

Los índices proyectados reflejan la estrategia financiera de la empresa y el mejoramiento paulatino de los indicadores. La deuda neta mostró un comportamiento creciente en el periodo de estudio por el incremento de los pasivos con la colocación de la Primera Emisión de Obligaciones y el incremento de la deuda bancaria. Para años posteriores, la deuda neta estima caer en el 2020 por el menor capital de trabajo requerido producto de la pandemia y emergencia sanitaria. Para los años 2021 y 2022, la deuda neta estima incrementarse conforme se vaya recuperando el nivel normal de operatividad.

Por el desfase de los días de pago frente a los días de cobro de cartera, tomando en cuenta la política de cuentas por pagar que requieren de anticipos en efectivo para los proveedores, se registró un Flujo Libre de Efectivo negativo para el periodo entre 2017 y 2019. Para el año 2020, esta tendencia estima romperse considerando la emergencia sanitaria con lo que los plazos de pago se extenderán y las importaciones se reducirán. Para años posteriores se estima recuperar la tendencia histórica vista en el periodo de estudio.

La Necesidad Operativa de Fondos se mantuvo estable con valores alrededor de los USD 2,92 millones, considerando el poco financiamiento recibido por parte de proveedores. De esta manera se evidencia la necesidad de la compañía de financiamiento externo adicional o a través de recursos propios. Para años proyectados se estima una reducción en este indicador por debajo de la media histórica como consecuencia de la caída del capital de trabajo producto de la pandemia. Para el año 2022 se espera recuperar valores coherente con el histórico, una vez retomado el nivel de ventas y capital de trabajo.

El Servicio de Deuda fue negativo en el 2017 por la mayor financiación de la compañía con recursos propios, pero su tendencia fue marcadamente positiva para los años 2018 y 2019 como consecuencia del incremento de los pasivos con costo. Para los años proyectados, el valor del Servicio de Deuda estima reducirse conforme se van cancelando las obligaciones financieras y la Primera Emisión de Obligaciones.

Históricamente, la Razón de Cobertura de Deuda fue inferior a la unidad dado el giro de negocio de la compañía y su tendencia fue decreciente como consecuencia del incremento del gasto financiero. Para años proyectados se estima mantener menor a la unidad, coherente con el comportamiento histórico, pero con una marcada tendencia positiva conforme se vaya reactivando la economía y se incrementen las ventas.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Deuda Neta	203	844	1.786	405	841	836
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	(119)	(731)	(844)	1.382	(438)	1
Necesidad Operativa de Fondos	2.292	3.161	3.317	2.256	2.731	3.004
Servicio de Deuda (SD)	-	582	862	1.665	366	771
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	-	0,98	0,29	0,02	0,26	0,44

Tabla 26: Índices de calificación

Fuente: COTZUL S.A.; Elaboración: GlobalRatings

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

AA (+)

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen muy buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada de manera 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	HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	
	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
Enero 2019	AA (+)	Global Ratings
Julio 2019	AA (+)	Global Ratings
Enero 2020	AA (+)	Global Ratings

Tabla 27: 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 de la Primera Emisión de Obligaciones de COTZUL 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	MAYO 2019	MAYO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
ACTIVO	3.344	3.870	5.132	3.591	4.059	4.392	4.083	4.834
ACTIVO CORRIENTE	3.076	3.638	4.597	3.077	3.567	3.925	3.743	4.229
Efectivo y equivalentes al efectivo	423	166	302	210	239	314	142	310
Documentos y cuentas por cobrar clientes r	1.344	1.504	1.462	1.080	1.296	1.426	1.242	1.231
Inventarios	972	1.678	1.898	1.223	1.467	1.614	1.724	2.299
Mercaderías en tránsito	166	167	518	155	171	187	285	56
ACTIVO NO CORRIENTE	268	232	534	514	492	467	340	606
Propiedades, planta y equipo	371	370	610	610	610	610	320	618
Terrenos	51	51	127	127	127	127	127	127
(-) Depreciación acumulada propiedades, pl	(184)	(202)	(227)	(247)	(270)	(294)	(212)	(242)
Activos por impuesto diferido	30	12	24	24	24	24	104	103
PASIVO	1.145	1.542	2.673	1.203	1.653	1.727	1.831	2.581
PASIVO CORRIENTE	939	1.289	2.029	784	1.364	1.437	1.457	1.939
Cuentas y documentos por pagar no relacio	24	21	43	47	32	36	118	28
Obligaciones con entidades financieras CP	626	1.010	1.310	250	950	1.150	1.108	1.343
Obligaciones emitidas CP	-	-	423	235	130	-	122	319
Provisiones por beneficios a empleados CP	108	110	154	154	154	154	41	43
PASIVO NO CORRIENTE	206	253	644	419	290	290	374	641
Obligaciones emitidas LP	-	-	354	130	-	-	122	354
Provisiones por beneficios a empleados LP	206	253	290	290	290	290	252	287
PATRIMONIO NETO	2.199	2.328	2.459	2.387	2.405	2.665	2.252	2.254
Capital suscrito o asignado	1.409	1.409	1.409	1.409	1.409	1.409	1.409	1.409
Reserva legal	187	205	223	234	245	258	223	229
Reserva facultativa, estatutaria y otras	75	75	323	323	323	323	75	323
Ganancias o pérdidas acumuladas	386	504	475	543	460	467	574	536
Ganancia o pérdida neta del periodo	180	173	68	(83)	6	248	10	(205)

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	MAYO 2019	MAYO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	4.947	5.914	5.881	3.750	4.500	4.950	2.123	1.363
Costo de ventas y producción	3.196	3.818	3.903	2.445	2.934	3.227	1.397	890
Margen bruto	1.751	2.096	1.978	1.305	1.566	1.723	726	472
(-) Gastos de administración	(1.291)	(1.554)	(1.762)	(1.302)	(1.504)	(1.418)	(685)	(611)
Utilidad operativa	460	541	215	3	62	305	41	(139)
(-) Gastos financieros	(83)	(122)	(154)	(142)	(119)	(6)	(27)	(57)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	69	51	47	56	68	74	(4)	(8)
Utilidad antes de participación e impuestos	446	470	108	(83)	10	373	10	(204)
(-) Participación trabajadores	(67)	(71)	(16)	-	(1)	(56)	-	-
Utilidad antes de impuestos	379	399	92	(83)	8	317	10	(204)
(-) Gasto por impuesto a la renta	(71)	(90)	(37)	-	(2)	(70)	-	(1)
Utilidad neta	308	309	55	(83)	6	248	10	(205)
EBITDA	488	573	248	36	94	338	98	(108)

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	MAYO 2019	MAYO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Deuda Neta	203	844	1.786	405	841	836	1.210	1.707
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	(119)	(731)	(844)	1.382	(438)	1	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	2.292	3.161	3.317	2.256	2.731	3.004	2.848	3.501
Servicio de Deuda (SD)	-	582	862	1.665	366	771	-	1.057
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	-	0,98	0,29	0,02	0,26	0,44	-	-
Capital de Trabajo	2.138	2.349	2.568	2.293	2.203	2.488	2.286	2.289
ROE	14,01%	13,28%	2,25%	-3,46%	0,27%	9,29%	1,07%	-21,85%
Apalancamiento	0,52	0,66	1,09	0,50	0,69	0,65	0,81	1,15

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

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

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

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

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

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.